

Bogotá, 17 de enero de 2014



**Alianza**  
**Fiduciaria**



Fecha 17/01/2014 08:56:36 a.m. (S) **B888657**  
Destinatario HELM TRUST SA  
Remitente JOSE GABRIEL ROMERO CAICEDO

Señor  
Jhon Freddy Gómez Contreras  
HELM TRUST S.A en calidad de Representante Legal de Tenedores  
Carrera 7 No 27-18 Piso 19  
Bogotá

Referencia: Patrimonio Autónomo Grupo Financiero Infraestructura 2008-1 y 2010  
Envío Informe

Respetado Señor Gómez:

Por medio de la presente, nos permitimos remitir la siguiente información:

- Informe que presentará el emisor en la asamblea de tenedores de bonos, referente al prepago de los contratos de crédito y la redención anticipada de los bonos, temas a ser sometidos en la asamblea, que se le ha solicitado convocar en su condición de representante legal de los tenedores.
- Comunicación de la respuesta a la solicitud remitida a través de correo electrónico el pasado 15 de enero por parte del Analista Jhon Freddy Gómez Contreras.

Cordialmente,

**JOSE GABRIEL ROMERO CAICEDO**

Representante Legal de Alianza Fiduciaria S.A. vocera del  
Fideicomiso Patrimonio Autónomo Grupo Financiero  
De Infraestructura 2008-1 y 2010

**Informe del representante legal de Alianza Fiduciaria S.A. en su calidad de vocero del Patrimonio Autónomo Emisor y Prestamista “Grupo Financiero de Infraestructura 2008-1” y “Grupo Financiero de Infraestructura 2010” a la Asamblea de Tenedores de Bonos**

**Prepago de los Contratos de Crédito y Redención anticipada de los Bonos**

**Bogotá, Enero 17 de 2014**

El presente informe hace referencia a los Bonos Ordinarios (los "Bonos"), emitidos por el Patrimonio Autónomo Grupo Financiero Infraestructura 2008-1 (el "Emisor"), por un monto de 1.620.430.000 UVR's y con vencimiento el 15 de diciembre de 2028 y los Bonos Ordinarios (los "Bonos"), emitidos por el Patrimonio Autónomo Grupo Financiero Infraestructura 2010 (el "Emisor"), por un monto de 895.150.000 UVR's y con vencimiento el 13 de diciembre de 2029. Para efectos de este documento los patrimonios autónomos serán referidos como el "emisor" y las dos emisiones de bonos como la "Emisión". Los términos con letra inicial mayúscula no definidos en este documento tendrán el significado que les atribuye el Prospecto de Información de la Emisión y Colocación de los Bonos (el "Prospecto").

Me permito presentar a los señores Tenedores de los Bonos el presente informe con las decisiones que se someten para su aprobación en la Asamblea de Tenedores Bonos, a saber:

## 1. Antecedentes

### 1.1 Funcionamiento de la Estructura de los Bonos

Para facilidad de los tenedores, a continuación se presenta un recuento del funcionamiento de la estructura, la información detallada de la misma deberá consultarse en el prospecto de información, el cual contiene una explicación a fondo de los pormenores de la estructura. Se anexa el diagrama de funcionamiento en el anexo 1.

Los recursos derivados de la colocación de los bonos ordinarios por parte del Emisor, se destinaron en su momento al otorgamiento de créditos a Entidades Territoriales para la financiación de proyectos de Agua Potable y Saneamiento Básico, a fondear parte de la reserva de servicio de los bonos y a cubrir los costos y gastos de la emisión.

La fuente de pago de los créditos obtenidos por las entidades territoriales corresponde a un porcentaje de las transferencias del Sistema General de Participaciones ("SGP") destinadas para Agua Potable y Saneamiento Básico a la cual cada entidad territorial tiene derecho por mandato de los artículos 356 y 357 de la Constitución. Dichas transferencias fueron utilizadas para que las Entidades Territoriales financiaran proyectos de agua y saneamiento básico, en los términos de los artículos 11 y subsiguientes de la Ley 1176 de 2007 a través de la constitución de Patrimonios Autónomos de las Entidades Territoriales, cuyo beneficiario es el Emisor.

Durante la vida del crédito y de los bonos, el emisor recibe las transferencias del SGP que cada municipio ha cedido como garantía y fuente de pago del crédito. Con esos fondos se cubre el servicio de la deuda bajo los créditos y los

municipios crean una reserva que garantiza el pago del servicio de su deuda. Una vez los préstamos hayan sido pagados en su totalidad, el remanente de este reserva, de existir, se devuelve a los municipios

Con los fondos recibidos de los pagos bajo los créditos, el Emisor paga el servicio de la deuda de los bonos, los costos y gastos de la estructura y el remanente, si lo hubiere, constituye un ingreso para el Emisor.

El monto en pesos de la emisión con base en la UVR del 15 de enero de 2014:

Emisor	Monto en UVR	Monto en Pesos	Valor de UVR	Fecha de UVR
GFI 2008-1	1.620.430.000	336.428.329.181	207,6167	enero 15, 2014
GFI 2010	895.150.000	185.848.089.005	207,6167	enero 15, 2014
Total	2.515.580.000	522.276.418.186		

Se tomó la UVR del 15 de enero de 2014 pero en todo caso este valor se actualizará con la UVR del día que corresponda hacer su valoración.

## 1.2 Créditos a Entidades Territoriales

A la fecha de la presente reunión, el Emisor tiene la posición de Prestamista bajo los Contratos de Crédito listados en el anexo 2 de tal forma que la suma de los préstamos otorgados por el Patrimonio Autónomo Grupo Financiero Infraestructura 2008-1 tiene un valor de 1.486.886.304 UVR y la suma de los préstamos otorgados por el Patrimonio Autónomo Grupo Financiero Infraestructura 2010 tiene un valor de 832.506.174 UVR.

El monto en pesos de los préstamos con base en la UVR del 15 de enero de 2014 es:

Emisor	Monto en UVR	Monto en Pesos	Valor de UVR	Fecha de UVR
GFI 2008-1	1.486.886.304	308.702.427.712	207,6167	enero 15, 2014
GFI 2010	832.506.174	172.842.184.576	207,6167	enero 15, 2014
Total	2.319.392.478	481.544.612.287		

También se hará la valoración el día que se requiera para lo cual se actualizará con la UVR respectiva.

## 1.3 Iniciativa de sustitución de pasivos de las entidades territoriales

Sea lo primero informar a los señores Tenedores de Bonos que, de conformidad con los Documentos de la Emisión:

- (i) La cláusula 2.5 del Contrato de Crédito no permite el pago anticipado de los préstamos;
- (ii) El Prospecto de colocación no contempla en la actualidad evento alguno en el que proceda la redención anticipada obligatoria de la totalidad de los Bonos.

Ahora bien, el Gobierno Nacional y la Financiera de Desarrollo Territorial-FINDETER han diseñado una iniciativa conforme a la cual se ha creado una línea de rescate hasta por \$500,000 millones que tiene como destino la sustitución de los pasivos de las entidades territoriales que tienen créditos originados en los Bonos emitidos por el Emisor, en las condiciones que se señalan en la Sección 2 del presente Informe. Los términos y condiciones bajo los cuales se utilizará esta línea de rescate serán informados a los señores tenedores de bonos, y en general al mercado público de valores, mediante el mecanismo de Información Relevante, una vez éstos sean acordados con los diferentes participantes en el proceso.

El valor total de los préstamos más los intereses que se causen desde el último pago y hasta el momento del prepagó se espera que se salden con los recursos provenientes de dicha línea de rescate en la cual un tercero que determinará FINDETER, llevará a cabo el pago de la totalidad del valor facial de los créditos, al emisor.

Como consecuencia de lo anterior los recursos recibidos por el Emisor en relación con este prepagó serían utilizados para redimir de manera anticipada la totalidad de los Bonos en circulación, a la fecha.

Es importante anotar que dicha obligación de redención de manera anticipada de la totalidad de los Bonos, nacerá tanto para el Emisor como para los señores Tenedores de Bonos, en el evento en el que se cumplan las siguientes condiciones:

- (i) El Emisor deberá haber renunciado a la aplicación de lo dispuesto en la Cláusula 2.5 de los Contratos de Crédito, en el sentido de consentir al prepagó de la totalidad del saldo insoluto bajo los Créditos por parte de un tercero; y
- (ii) El Comité Fiduciario deberá informar a la Fiduciaria y al mercado público de valores (en este último caso, a través del mecanismo de Información Relevante) respecto del día en el que se espera que se realice el prepagó de la totalidad de los Préstamos, con por lo menos ocho (8) días de antelación a la realización del prepagó.

Cumplidas las anteriores condiciones, el Emisor quedará obligado a llevar a cabo la redención anticipada de los Bonos; dicha redención será también obligatoria para los señores Tenedores de Bonos.

Dado el interés del Gobierno Nacional de sustituir los créditos otorgados a las entidades territoriales para poder cambiar los términos de los mismos y dadas las condiciones actuales de mercado en el que los bonos se negocian a un valor inferior al facial, consideramos que los tenedores de bonos deben conocer y evaluar esta propuesta.

La presente reunión tiene como objeto someter a la autorización de los señores Tenedores de Bonos ciertas decisiones y modificaciones a los Documentos de la Emisión con ocasión del prepago de la totalidad de los Contratos de Crédito por parte de un tercero, y la redención anticipada de la totalidad de los Bonos, según dichas autorizaciones y modificaciones se describen en las Secciones 2 y 3 del presente Informe.

## **2. Autorizaciones al Emisor**

Se propone a los señores Tenedores de Bonos que impartan su autorización al Emisor para que éste:

(i) Renuncie a la aplicación de la cláusula 2.5 de los Contratos de Crédito, relativa a la prohibición de prepago de los Préstamos, siempre y cuando el respectivo prepago se vaya a realizar por un valor que no podrá ser inferior al cien por ciento (100%) del monto insoluto de capital bajo los mismos más los intereses causados hasta la fecha de prepago por parte de un tercero. Para efectos prácticos, no se entenderán novadas las obligaciones bajo el Contrato de Crédito, y operará la subrogación de la deuda en favor del tercero que realice el prepago de la totalidad de los Contratos de Crédito; y

(ii) Instruya a la Fiduciaria para que ésta (a) suscriba las modificaciones a los Documentos de la Emisión aprobados por la Asamblea de Tenedores de Bonos, y (b) realice y lleve a cabo todas las actuaciones necesarias ante las autoridades competentes con miras a la cancelación anticipada de los Bonos en el Registro Nacional de Valores y Emisores y la Bolsa de Valores de Colombia.

## **3. Modificaciones al prospecto y al Contrato de Fiducia PAEP**

Siempre que los señores Tenedores de Bonos, otorguen las autorizaciones descritas en la Sección 2 anterior del presente Informe, con el propósito de implementar el prepago de los créditos y la redención anticipada obligatoria o prepago de los bonos, se proponen a los señores Tenedores de Bonos, las siguientes modificaciones al Prospecto y al Contrato de Fiducia PAEP:

### **3.1 Modificaciones a los términos y condiciones de los Bonos (Prospecto).**

Por medio de la adenda, se incluirá en el Prospecto una cláusula de redención anticipada obligatoria de la totalidad de los Bonos ante un evento de prepago de

todos los Contratos de Crédito (según dicho prepago se describe en la Sección 2 del presente Informe). Esta cláusula establecerá lo siguiente:

*1.2.12. Redención Anticipada de los Bonos*

*(i) Evento de Redención Anticipada Obligatoria o Prepago de los Bonos*

*Los Bonos serán redimidos en su totalidad de manera anticipada a su vencimiento, por parte del Emisor y en favor de los Tenedores de Bonos, en el evento en el que se cumplan todas y cada una de las siguientes condiciones:*

*(a) El Emisor deberá haber renunciado a la aplicación de lo dispuesto en la Cláusula 2.5 de los Contratos de Crédito, en el sentido de consentir al prepago de la totalidad del saldo insoluto bajo los Créditos por parte de un tercero; y*

*(b) El Comité Fiduciario deberá informar a la Fiduciaria y al mercado público de valores (en este último caso, a través del mecanismo de Información Relevante) respecto del día en el que se espera que se realice el prepago de la totalidad de los Préstamos, con por lo menos ocho (8) días de antelación a la realización del prepago.*

*(ii) Número de Bonos a redimir*

*Ocurrido el evento de redención de los Bonos previsto en la sección (i) anterior, se redimirá de manera anticipada el cien por ciento (100%) de los Bonos en circulación.*

*(iii) Procedimiento*

*Para la redención anticipada de la totalidad de los Bonos se dará aplicación a las siguientes reglas:*

*(a) La redención anticipada de la totalidad de los Bonos se llevará a cabo con los recursos recibidos por el PAEP con ocasión del prepago de la totalidad de los Préstamos por parte de un tercero. Los Bonos serán redimidos a un precio igual al noventa por ciento (90%) de su valor nominal para el Patrimonio Grupo Financiero de Infraestructura 2008-1 y 91% de su valor nominal para el Patrimonio Grupo Financiero de Infraestructura 2010 (el "Precio de Redención")*

*En este sentido, los Tenedores de Bonos reconocen y aceptan que el monto que recibirán con ocasión de la redención anticipada de la totalidad de los Bonos podrá ser inferior a su valor nominal.*

*(b) El Emisor llevará a cabo el pago del Precio de Redención de los Bonos a través de Deceval, en concordancia con el contrato de administración de la Emisión. Una vez Deceval reciba un monto igual al Precio de Redención multiplicado por el número de Bonos en circulación, se entenderá que las obligaciones del Emisor bajo*

*los Bonos han sido cumplidas en su totalidad; en este evento, la Fiduciaria iniciará las acciones necesarias para la cancelación del registro de los Bonos en el Registro Nacional de Valores y Emisores y la Bolsa de Valores de Colombia.*

**3.2. Modificaciones al Contrato de Fiducia PAEP.** Se propone la inclusión de una nueva sección (iv) a la cláusula 7.01 de este Contrato, la cual establecerá lo siguiente:

**3.2.1.** Para los Bonos Emitidos por el Patrimonio Autónomo Grupo Financiero de Infraestructura 2008-1

*(iv) Aplicación de sumas recibidas por concepto de prepago de los Préstamos.*

*En el evento en que la Asamblea de Tenedores de Bonos autorice el prepago de la totalidad de los Préstamos, la redención anticipada obligatoria o prepago de la totalidad de los Bonos se llevará a cabo a partir del monto recibido por el PAEP con ocasión del prepago de la totalidad de los Préstamos. Los Bonos serán redimidos a un precio igual al noventa por ciento (90%) de su valor nominal (el "Precio de Redención").*

*Los montos recibidos por el Patrimonio Emisor y Prestamista con ocasión del prepago de la totalidad de los Préstamos serán aplicados de la forma como se establece a continuación:*

*(a) PRIMERO. Cuenta Fiduciaria de Atención a Obligaciones. La Fiduciaria transferirá a la Cuenta de Atención a Obligaciones la totalidad de los recursos recibidos con ocasión del prepago de la totalidad de los Préstamos.*

*(b) SEGUNDO. Redención anticipada obligatoria o prepago de los Bonos. La Fiduciaria transferirá de la Cuenta Fiduciaria de Servicio a los Bonos, a Deceval, y de conformidad con lo establecido en el contrato de administración de la Emisión y el Anexo Operativo, un monto igual al Precio de Redención multiplicado por el número de Bonos en circulación a la fecha de la redención anticipada. Una vez transferidos los recursos a Deceval, se entenderá que las obligaciones del Emisor bajo los Bonos habrán sido cumplidas en su totalidad y se dará aplicación a lo dispuesto en la cláusula 7.05 del presente Contrato.*

*(c) TERCERO. Pago de Costos y Gastos de la Operación y otros costos y gastos. La Fiduciaria pagará por cuenta del Fideicomitente, con los fondos disponibles en la Cuenta de Atención a Obligaciones, los Costos y Gastos de la Operación causados hasta la fecha de redención anticipada de la totalidad de los Bonos.*

*CUARTO. El remanente, si lo hubiere, quedará a disposición del Patrimonio Autónomo para sufragar los costos y gastos derivados de su liquidación.*



**3.2.2. Para los Bonos Emitidos por el Patrimonio Autónomo Grupo Financiero de Infraestructura 2010**

*(iv) Aplicación de sumas recibidas por concepto de prepago de los Préstamos.*

*En el evento en que la Asamblea de Tenedores de Bonos autorice el prepago de la totalidad de los Préstamos, la redención anticipada obligatoria o prepago de la totalidad de los Bonos se llevará a cabo a partir del monto recibido por el PAEP con ocasión del prepago de la totalidad de los Préstamos. Los Bonos serán redimidos a un precio igual al noventa y uno por ciento (91%) de su valor nominal (el "Precio de Redención")*

*Los montos recibidos por el Patrimonio Emisor y Prestamista con ocasión del prepago de la totalidad de los Préstamos serán aplicados de la forma como se establece a continuación:*

*(a) PRIMERO. Cuenta Fiduciaria de Atención a Obligaciones. La Fiduciaria transferirá a la Cuenta de Atención a Obligaciones la totalidad de los recursos recibidos con ocasión del prepago de la totalidad de los Préstamos.*

*(b) SEGUNDO. Redención anticipada obligatoria o prepago de los Bonos. La Fiduciaria transferirá de la Cuenta Fiduciaria de Servicio a los Bonos, a Deceval, y de conformidad con lo establecido en el contrato de administración de la Emisión y el Anexo Operativo, un monto igual al Precio de Redención multiplicado por el número de Bonos en circulación a la fecha de la redención anticipada. Una vez transferidos los recursos a Deceval, se entenderá que las obligaciones del Emisor bajo los Bonos habrán sido cumplidas en su totalidad y se dará aplicación a lo dispuesto en la cláusula 7.05 del presente Contrato.*

*(c) TERCERO. Pago de Costos y Gastos de la Operación y otros costos y gastos. La Fiduciaria pagará por cuenta del Fideicomitente, con los fondos disponibles en la Cuenta de Atención a Obligaciones, los Costos y Gastos de la Operación causados hasta la fecha de redención anticipada de la totalidad de los Bonos.*

*CUARTO. El remanente, si lo hubiere, quedará a disposición del Patrimonio Autónomo para sufragar los costos y gastos derivados de su liquidación.*

**3.3. Anexo Operativo**

Será necesario, igualmente, modificar el Anexo Operativo para reflejar las instrucciones que se impartan en el Contrato de Fiducia PAEP, para aplicar las sumas recibidas por concepto de prepago de la totalidad de los Préstamos, y la consecuente redención de la totalidad de los Bonos. Esta modificación será acordada con la Fiduciaria, conforme a lo dispuesto en la Cláusula 15.12 al Contrato de Fiducia PAEP.

## **4. Aspectos Legales**

### **4.1. Aspectos Generales**

De aprobarse la propuesta de redención anticipada de los Bonos en los términos planteados en la Sección 2 y 3 del presente Informe, los términos y condiciones de los mismos se entenderán modificados en el sentido de que los Bonos quedarán sujetos a redención anticipada por un precio igual al 90% de su valor nominal para el patrimonio Grupo Financiero de Infraestructura 2008-1 y 91% de su valor nominal para el patrimonio Grupo Financiero de Infraestructura 2010, en el evento en que se cumplan todas y cada una de las siguientes condiciones:

- (a) El Emisor debe renunciar a lo dispuesto en la cláusula 2.5 de los Contratos de Crédito, en el sentido de consentir a un prepago de la totalidad del saldo insoluto de los Créditos por parte de un tercero; y
- (b) El Comité Fiduciario del Emisor deberá informar a la Fiduciaria y al mercado público de valores respecto del día en el que se espera que se realice el prepago de la totalidad de los Préstamos.

Cumplidas las anteriores condiciones, habrá lugar a la redención anticipada de los Bonos, en los términos que se someten hoy a aprobación por parte de los Tenedores de Bonos.

En este orden de ideas, una vez se realice el prepago de la totalidad del saldo insoluto de capital e intereses de los Préstamos, el Emisor llevará a cabo el giro de dichas sumas a Deceval, en su calidad de Administrador de la Emisión, para que proceda a llevar a cabo el pago del precio de redención de los Bonos. Una vez las sumas correspondientes al pago de dicho precio hayan sido transferidas a Deceval, se entenderá que las obligaciones del Emisor bajo los Bonos han quedado satisfechas.

De manera simultánea con el prepago de los Préstamos, el tercero que lleve a cabo dicho prepago se subrogará en todos los derechos del Emisor de conformidad con los Contratos de Crédito y sus documentos asociados, incluyendo el Contrato de Cesión y los Contratos de Fiducia de las ET. De esta manera, y para todos los efectos legales, los Préstamos y todos sus documentos asociados dejarán de soportar el pago de los Bonos.

### **4.2. Otras Consideraciones**

Si ocurre el evento de redención anticipada de los Bonos previsto en la sección 1.2.12 del Prospecto (según la misma se describe en la Sección 3.1 del presente Informe), la cual se somete a consideración de los Tenedores de Bonos el día de hoy, se entenderá que la obligación principal del Emisor bajo los Bonos, es decir, la

prestación que se debe (artículo 1626, Código Civil) constituirá el pago del precio de redención de los Bonos.

Como consecuencia de lo anterior, y de aprobarse la modificación propuesta a los términos y condiciones de los Bonos, se tiene que las obligaciones del Emisor bajo los Bonos se entenderán extinguidas con el pago del precio de redención de los mismos. De igual manera, si los Bonos son redimidos de manera anticipada, se entenderá que tal hecho ha ocurrido en desarrollo de lo previsto en la documentación que regula los términos y condiciones de los Bonos y que su extinción se habrá llevado a cabo de manera consistente con los mismos.

Por lo tanto, y como consecuencia de lo anterior:

- (1) No se entenderá que el Emisor habrá incumplido con sus obligaciones bajo los Bonos por el solo hecho de que su precio de redención sea inferior a su valor nominal; y
- (2) En la medida en que no se habrá producido un incumplimiento de los términos y condiciones de los Bonos, los recursos de la Reserva de Servicio a los Bonos no serán utilizados para atender las obligaciones a cargo del Emisor.

## 5. Pago a Tenedores de Bonos

### 5.1 Valor de los Créditos vs. Valor de la Emisión

El valor de los créditos otorgados a las entidades territoriales fue inferior al valor de los bonos emitidos ya que fue necesario cubrir los costos y gastos de la operación incluidos en el numeral 4.2.8 del Prospecto, así como realizar un aporte inicial a la Reserva de Servicio de los Bonos, conforme al numeral 4.2.10 del Prospecto:

Emisión	cifras en UVR's		
	bonos emitidos	préstamos a municipios	Diferencia
GFI 2008-1	1.620.430.000	1.486.886.304	133.543.696
GFI 2010	895.150.000	832.506.174	62.643.826
<b>TOTAL</b>	<b>2.515.580.000</b>	<b>2.319.392.478</b>	<b>196.187.522</b>

Por esta razón, la amortización de los flujos de los créditos y la de los bonos se proyectó de manera que la diferencia entre el monto emitido y el monto prestado fuera amortizada durante la vida de la estructura.

Las tablas de amortización que se exponen a continuación y que también están contenidas en el prospecto de información numeral 1.2.8 contienen el porcentaje a amortizar anualmente tanto para los bonos como para los préstamos. A pesar

de existir una diferencia en el capital, el diferencial de la tasa de interés entre los préstamos y los bonos permite que el servicio de la deuda de los créditos sea suficiente para recuperar dicha suma durante la vida del bono, además de pagar los costos y gastos de mantenimiento de la estructura.

Año	Bonos %	préstamos %
1	0.00%	0.00%
2	0.00%	0.00%
3	0.00%	0.00%
4	0.00%	0.00%
5	0.00%	0.00%
6	4.00%	3.50%
7	4.00%	3.50%
8	6.00%	5.50%
9	6.00%	5.50%
10	6.50%	6.00%
11	6.50%	6.00%
12	8.00%	7.50%
13	8.00%	8.50%
14	8.50%	8.50%
15	8.50%	8.50%
16	8.50%	8.75%
17	8.50%	9.10%
18	8.50%	9.20%
19	8.50%	9.95%
	100.00%	100.00%

Como consecuencia de lo anterior, el pago del monto total de los préstamos otorgados a los municipios no es suficiente para cubrir la totalidad de los bonos en circulación, más aun cuando a la fecha todavía no se han realizado amortizaciones de capital.

## 5.2 El Precio de los Bonos en el mercado

Revisada la información publicada por la Bolsa de Valores de Colombia en su página de internet [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co) se observan las siguientes transacciones durante el último trimestre para el caso del fideicomiso GFI 2008-1

Cantidad	Emisor	Nemotecnico	Fecha Ultima Operacion	Ultima Tasa	Ultimo Precio Sucio	Volumen
730,000.00	GFI	BGFI01097SA	02/10/2013 13:39:00	9.20	99.27	150,694,823.00
395,000.00	GFI	BGFI01097SA	03/10/2013 12:35:00	10.00	95.06	71,827,331.00
600,000.00	GFI	BGFI01097SA	04/10/2013 14:51:00	10.00	95.06	118,621,987.00
230,000.00	GFI	BGFI01097SA	07/10/2013 11:19:00	10.00	95.11	45,507,917.00
735,000.00	GFI	BGFI01097SA	08/10/2013 11:58:00	10.00	95.16	145,407,023.00
65,000.00	GFI	BGFI01097SA	09/10/2013 14:03:00	10.00	95.14	12,861,711.00
985,000.00	GFI	BGFI01097SA	10/10/2013 11:53:00	10.00	95.14	201,434,584.00
75,000.00	GFI	BGFI01097SA	11/10/2013 09:07:00	10.00	95.31	14,869,776.00
100,000.00	GFI	BGFI01097SA	17/10/2013 12:37:00	10.00	95.41	19,858,024.00
50,000.00	GFI	BGFI01097SA	18/10/2013 12:21:00	10.00	95.34	9,918,459.00
50,000.00	GFI	BGFI01097SA	21/10/2013 13:52:00	10.00	95.41	9,929,012.00
400,000.00	GFI	BGFI01097SA	22/10/2013 12:43:00	10.00	95.46	79,488,493.00
2,700,000.00	GFI	BGFI01097SA	23/10/2013 10:03:00	11.50	88.22	495,830,671.00
3,500,000.00	GFI	BGFI01097SA	24/10/2013 10:02:00	12.00	86.00	626,635,600.00
370,000.00	GFI	BGFI01097SA	25/10/2013 16:54:00	10.00	95.59	69,313,398.00
165,000.00	GFI	BGFI01097SA	29/10/2013 15:41:00	10.00	95.64	32,870,742.00
75,000.00	GFI	BGFI01097SA	12/11/2013 16:10:00	10.00	96.04	15,026,128.00
50,000.00	GFI	BGFI01097SA	20/11/2013 14:32:00	10.31	94.57	9,860,077.00
2,500,000.00	GFI	BGFI01097SA	28/11/2013 09:00:00	10.21	95.32	496,511,185.00
500,000.00	GFI	BGFI01097SA	02/12/2013 15:39:00	10.21	95.40	99,359,522.00
595,000.00	GFI	BGFI01097SA	06/12/2013 14:37:00	11.50	89.36	110,716,389.00
60,000.00	GFI	BGFI01097SA	09/12/2013 10:56:00	12.25	86.17	10,763,785.00
660,000.00	GFI	BGFI01097SA	10/12/2013 15:51:00	11.50	89.49	124,071,086.00
640,000.00	GFI	BGFI01097SA	12/12/2013 16:13:00	10.00	96.74	111,083,382.00
230,000.00	GFI	BGFI01097SA	16/12/2013 11:44:00	11.50	81.62	39,060,082.00
295,000.00	GFI	BGFI01097SA	19/12/2013 11:23:00	15.00	68.10	47,585,585.00

Es importante anotar que la Bolsa de Valores publica lo que en el mercado se denomina como el precio "sucio" de los bonos, es decir, un precio que incluye los intereses causados a la fecha de la transacción. En este caso dado que los bonos se pagan en diciembre y este reporte va desde octubre, los montos anteriores a diciembre 15 incluyen una buena parte del 8% anual que se paga como interés.

Los montos más cercanos a un precio limpio que tiene la información publicada por la bolsa incluyen la transacción del 16 de diciembre de 2013 que se hizo por el 81.62% del valor facial del bono y la transacción del 19 de diciembre de 2013 que se hizo por el 68.10% del valor facial.

Con respecto a la información publicada por la Bolsa de Valores de Colombia en su página de internet [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co) para el caso del fideicomiso GFI 2010, se observa que solo hay una transacción en el último trimestre y dos en el trimestre inmediatamente anterior. Dado que solo hay tres movimientos en el semestre se incluyen los tres:

Cantidad	Emisor	Nemotecnico	Fecha Ultima Operacion	Ultima Tasa	Ultimo Precio Sucio	Volumen
1,065,000.00	GFI	BGFI01107SA	04/07/2013 09:30:00	10.82	87.60	193,191,511.00
450,000.00	GFI	BGFI01107SA	24/07/2013 13:42:00	9.30	96.52	90,093,975.00
75,000.00	GFI	BGFI01107SA	06/12/2013 11:37:00	10.00	95.82	14,964,584.00

En este caso las dos transacciones en julio incluyen aproximadamente la mitad de los intereses causados a dicha fecha y la de diciembre se llevó a cabo un día antes del 13 de diciembre que es la fecha de pago de intereses de esa emisión. En dicha transacción se observa que aun con casi la totalidad del 8% por concepto de intereses causados, el precio sucio del bono sigue siendo inferior a su valor facial.

### 5.3 Precio de Redención

A continuación se incluye el monto de bonos emitido, el monto de los préstamos a los municipios y se calcula la relación entre los dos valores. Los montos han sido calculados en pesos a manera ilustrativa utilizando para ello la UVR del 15 de enero de 2014. En todo caso, el valor final de la operación deberá liquidarse con la UVR del día de la transacción dado que todas las obligaciones están denominadas en dicha unidad.

cifras en Pesos (1)

Emisión	bonos emitidos	préstamos a municipios	Préstamos municipios / bonos emitidos
GFI 2008-1	336.428.329.181	308.702.427.712	91,76%
GFI 2010	185.848.089.005	172.842.184.576	93,00%
TOTAL	522.276.418.186	481.544.612.287	92%

(1) valor de redención estimado con la UVR del 15 de enero de 2014.

Fuente UVR Banco de la República. Cálculos propios.

Como puede observarse, la totalidad de los créditos a los municipios corresponde al 91.76% del valor de la emisión para el caso de GFI 2008-1 y 93% para el caso de GFI 2010. Por lo tanto el valor a pagar a los tenedores de bonos se fijó partiendo del hecho que el monto total que se recibiría por el pago por parte de un tercero, es inferior a los bonos emitidos y en circulación.

### 5.4 Riesgos de la Emisión

Algunos de los riesgos identificados en el prospecto se han materializado de la siguiente manera:

#### Riesgo Político

- El cambio en las administraciones municipales evidenció el riesgo político establecido en el numeral 9.22 del prospecto, al cual se expone la estructura, pues algunas de estas mostraron su desacuerdo con las condiciones financieras de los contratos de empréstito suscritos con el emisor. No obstante, ninguno de los

trámites adelantados por los Entes Territoriales dio como resultado un cambio en las condiciones contractualmente pactadas.

- Los siguientes municipios han adelantado trámites buscando la reestructuración de pasivos, incluyendo el adquirido con el emisor, amparados en la ley 550 de 1999: San Pelayo (Córdoba), Buenos Aires (Cauca), Montelíbano (Córdoba), San Carlos (Córdoba), y Valledupar (Cesar).
- En febrero de 2013, la Superintendencia de Sociedades se pronunció a favor de la Fiduciaria en el caso de Montelíbano, aduciendo que la estructura como tal estaba protegida por las disposiciones de la Ley 1116 de 2006 en materia de protección a transacciones en el mercado de capitales, por lo que las condiciones del crédito suscrito con el emisor no fueron modificadas. Para los casos de los municipios de Buenos Aires y San Carlos los créditos del emisor fueron excluidos del acuerdo. En San Pelayo el crédito fue incluido dentro de las disposiciones del acuerdo, el cual se está modificando en la actualidad, pero se aclara que los giros del SGP han seguido llegando para atender el servicio de la deuda. En el caso de Valledupar, se presentó una objeción a la intención de incluir el crédito en el acuerdo, se está a la espera de la decisión de la Superintendencia de Sociedades.
- En el caso del Patrimonio Autónomo GFI 2008-1 existe una acción popular interpuesta por una persona natural contra el municipio de Valledupar en la cual se cuestiona el compromiso de SGP porque a juicio del demandante se destinarían menos recursos a la atención de subsidios.
- Una vez realizada la conciliación contable de los recursos recibidos de los Patrimonios Autónomos de las Entidades Territoriales, para el 15 de diciembre de 2013, el Emisor pudo constatar que no se recibió el giro del porcentaje del SGP cedido por el Municipio de Valledupar, correspondiente al mes de noviembre de 2013, por un monto aproximado de 587 millones de pesos.
- A pesar de lo anterior, el servicio de la deuda correspondiente al año 2013 se atendió en su totalidad, por cuanto el SGP recibido hasta entonces resultó suficiente. Esto se explica debido a que el SGP cedido por cada entidad territorial, de conformidad con los términos del contrato de crédito, se destina, una parte, al pago del servicio de la deuda y otra, se utiliza para la constitución y reintegración de los mecanismos de soporte y pago, en los términos establecidos por los documentos de la emisión.
- El Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio se abstuvo de realizar el giro directo del SGP cedido por el Municipio de Valledupar, debido a que el Juzgado Primero Administrativo de Valledupar le envió un oficio para que practicara una medida cautelar, en virtud de la cual se ordenó la suspensión del giro y la entrega de los recursos directamente al Municipio, a pesar de que los recursos instaurados contra el auto que decretó la medida cautelar no se han decidido en derecho, mientras los recursos de reposición instaurados contra el auto que decretó la medida cautelar y

el que posteriormente la modificó se encuentren pendientes de decisión, tal medida no puede practicarse. El emisor considera la actuación del Juzgado como contraria a derecho, y la falta de certeza sobre el sentido en que se decidirán tales recursos y el término en el que se adoptarán las correspondientes decisiones genera un riesgo para la estructura de financiación, pues la práctica de la medida cautelar genera el incumplimiento del Municipio.

#### Riesgo Legal

- En el aparte de Riesgos del Prospecto de emisión y Colocación numeral 9.22.2 se establece que el emisor no puede garantizar que no se modifique el SGP ni las condiciones por decisiones de las autoridades nacionales o regionales. Tal y como se informó por información relevante en enero del 2012, a varios municipios se les disminuyó el SGP de agua potable y saneamiento básico como consecuencia de la terminación del periodo de transición de que trata la ley 1176 de 2007. Como consecuencia de lo anterior y como se ha reflejado en los informes de calificación, el SGP de esos municipios ha sido insuficiente para cumplir con el pago de la totalidad del servicio de la deuda a la fecha de corte. Posteriormente, el decreto No. 155 de 2013 estableció una reducción máxima anual del 10% para los recursos de SGP-APSB que se entreguen por los primeros cuatro criterios de distribución; sin embargo, el decreto no hace mención sobre el comportamiento que deberían tener aquellos recursos entregados por el quinto criterio. Este decreto restringe en mayor medida las posibles fluctuaciones por cambios metodológicos que se pudieran dar en el futuro.
- En el caso de la emisión de GFI 2008-1 para el 2013 los 12 de los 61 Municipios que evidencian dificultades, cubrieron parcialmente (70%) el servicio de la deuda derivada del crédito otorgado por el PAEP. Dicho porcentaje que es inferior al presentado en el pago del año anterior (91%). Para cuatro Municipios adicionales, a pesar de que los recursos serán suficientes para pagar el monto total del servicio de la deuda, cualquier cambio en el comportamiento de los recursos de SGP2-APSB, en los próximos años, les podría generar inconvenientes para cumplir con la totalidad de sus obligaciones contractuales.
- En el caso de la emisión de GFI 2010 uno de los 58 municipios de la Emisión objeto de esta calificación no pudo cubrir la totalidad del servicio de la deuda derivado de los créditos otorgados por el PAEP.
- Como consecuencia de lo anterior BRC Investor Services S. A. SCV en Revisión Extraordinaria mantuvo la calificación AA+, asignó Perspectiva Negativa en Deuda de Largo Plazo a los Bonos Ordinarios Patrimonio Autónomo Grupo Financiero de Infraestructura GFI 2008-1.
- La calificación de los Bonos Ordinarios Patrimonio Autónomo Grupo Financiero de Infraestructura GFI 2010 se mantuvo en AA+ y con CreditWatch en Desarrollo.



## 5.5 Fuentes y usos de los recursos provenientes del prepago

Con la línea de redescuento creada por el Gobierno Nacional a través de FINDETER se generarán solamente los recursos para el prepago de la totalidad de los créditos municipales y los intereses causados hasta el momento de la transacción.

GFI 2008-1

	Bonos	Prestamos	Pago a Tenedores	Porcentaje	Valor de UVR	Fecha de UVR
UVR	1.620.430.000	1.486.886.304	1.458.390.239	90%	207,6167	enero 15, 2014
Pesos	336.428.329.181	308.702.427.712	302.786.168.763	90%	207,6167	enero 15, 2014

GFI 2010

	Bonos	Prestamos	Pago a Tenedores	Porcentaje	Valor de UVR	Fecha de UVR
UVR	895.150.000	832.506.174	814.586.391	91%	207,6167	enero 15, 2014
Pesos	185.848.089.005	172.842.184.576	169.121.738.369	91%	207,6167	enero 15, 2014

Tal como se refleja en el cuadro anterior, con valores estimados a 15 de enero de 2014, se esperan recibir recursos por el prepago de los créditos municipales por valor de \$481,5 mil millones. Se incluye la cantidad y monto de bonos emitidos, el monto de los créditos y el monto a pagar a los tenedores de bonos por cada una de las emisiones, 90% para la primera emisión y 91% para la segunda.

El valor a pagar a los tenedores de bonos se fijó, como ya se ha mencionado, partiendo del hecho que el monto total recibido por el pago por parte de un tercero, de la totalidad de los créditos corresponde al 91.76% del valor de la emisión para el caso de GFI 2008-1 y 93% para el caso de GFI 2010.

Ahora bien, de acuerdo con las normas tributarias colombianas<sup>1</sup>, el menor valor a pagar por los bonos, aunque no genere un flujo de ingresos real, constituye un ingreso contable en cabeza del patrimonio autónomo.

Emisor	Bonos	Pago a Tenedores	Ingreso para fines tributarios	Valor de UVR	Fecha de UVR
GFI 2008-1	336.428.329.181	302.786.168.763	33.642.160.418	207,6167	enero 15, 2014
GFI 2010	185.848.089.005	169.121.738.369	16.726.350.636	207,6167	enero 15, 2014
Total	522.276.418.186	471.907.907.132	50.368.511.054		

Dado que el fideicomitente, como beneficiario residual del emisor es quien termina asumiendo ese ingreso, este mismo deberá pagar impuesto de renta y CREE a una tasa del 34% sobre dicho valor (25% y 9% respectivamente).

<sup>1</sup> Abogados tributaristas consultados por el fideicomitente afirman que la diferencia entre el valor de los bonos emitidos y el valor de los bonos a redimir constituyen base gravable de los impuestos de renta y CREE. Se anexa concepto de la firma Lewin & Wills de fecha 29 de noviembre de 2013.

Ingreso Tributario y no de Efectivo

	cifras en Pesos (1)
A. Bonos emitidos	522.276.418.186
B. Valor de redención propuesta	471.907.907.132
C = A-B = base gravable	50.368.511.054
<b>Carga tributaria</b>	<b>34%</b> 17.125.293.758

(1) valor de redención estimado con la UVR del 15 de enero de 2014.

Fuente UVR Banco de la República. Cálculos propios.

Por lo tanto, el fideicomitente ha manifestado su voluntad de aceptar la propuesta de pago anticipado y la posibilidad de la redención de la totalidad de los bonos en circulación siempre y cuando cada Patrimonio Autónomo pueda conservar la diferencia entre el valor recibido por los préstamos y el precio de redención que corresponde aproximadamente al 1.76% del monto insoluto de la emisión en el caso de GFI 2008-1 y 2% del mismo para el caso de GFI 2010.

Lo anterior se explica en la necesidad de poder cubrir, por lo menos parcialmente, la carga tributaria y los gastos y costos que genera para el fideicomitente esta operación.

En términos de caja el fideicomitente recibiría aproximadamente \$9,6 mil millones:

Emisión	bonos emitidos	propuesta de pago	valor de bonos a redimir con propuesta	préstamos a municipios	Diferencia entre propuesta de pago de bonos y recursos recibidos por prepago de Préstamos municipios	valor diferencia en UVR al 15 de enero de 2014
GFI 2008-1	1.620.430.000	90%	1.458.390.239	1.486.886.304	28.496.065	5.916.258.949
GFI 2010	895.150.000	91%	814.586.391	832.506.174	17.919.783	3.720.446.207
<b>TOTAL</b>	<b>2.515.580.000</b>		<b>2.272.976.630</b>	<b>2.319.392.478</b>	<b>46.415.848</b>	<b>9.636.705.156</b>

#### 5.5.1 Reservas

De acuerdo con lo establecido en el prospecto de emisión de los Bonos, a la estructura se le exigió constituir unas reservas en los siguientes términos:

**“4.2.10 Garantías o seguridades que amparan los activos del Patrimonio Autónomo Emisor y Prestamista y demás mecanismos de cobertura del Patrimonio Autónomo Emisor y Prestamista**

Como garantía del servicio de la deuda de los bonos, el Patrimonio Autónomo Emisor y Prestamista contará con una reserva con fondos equivalentes al máximo entre el 5.7% de la Emisión de Bonos y el Porcentaje de las ET Relevantes (el Porcentaje Máximo de la RSB). Por Porcentaje de las ET Relevantes se entiende la suma de los porcentajes de las cinco (5) ET

con mayor Porcentaje de la ET. Los recursos de ésta reserva, denominada Reserva de Servicio a los Bonos, tendrán como único uso el cubrimiento de faltantes en la subcuenta de Atención a Obligaciones de cada entidad territorial para el pago de su respectiva participación en el servicio de la deuda de los bonos y los costos y gastos de funcionamiento de los patrimonios autónomos. Esta reserva se constituirá de la siguiente forma:...”  
(Se ha subrayado)

Como consecuencia del prepago de los Préstamos, se espera que las reservas constituidas por los municipios sean transferidas al nuevo acreedor de tales entidades territoriales.

En vista de que el único uso previsto para las reservas es la atención de un incumplimiento en el pago y los costos y gastos de los patrimonios autónomos, y el pago anticipado de los bonos en los términos sometidos a consideración de la asamblea no constituye incumplimiento, es presupuesto de este pago anticipado que tales reservas se transfieran al fideicomitente.

El Fideicomitente destinará tales reservas para atender el pago de los costos y gastos de la liquidación de la estructura, tales como los costos tributarios que no quedan cubiertos en su totalidad por el diferencial al que se ha hecho referencia en el numeral anterior. El saldo constituye la compensación para la inversión del Fideicomitente, teniendo en cuenta que dejará de recibir los flujos a los que tenía derecho hasta el año 2029.

Lo anterior en armonía con lo dispuesto en el numeral 7.04 del prospecto de emisión en los siguientes términos:

“7.04. En caso de que los fondos depositados en la subcuenta respectiva de la Cuenta de Recaudo no sean suficientes para el pago de los Costos y Gastos de la Operación, la Fiduciaria los pagará con recursos de la Cuenta Fiduciaria de Reserva del Servicio a los Bonos; los fondos así utilizados serán restituidos conforme lo señala la Cláusula 7.01(ii)(c).”

Se reitera que, de conformidad con lo expuesto en la sección 4.2 de este informe, en el prospecto no se previó que los tenedores de bonos tuvieran derecho a los recursos correspondientes a las reservas arriba anotadas, salvo el caso en que se presentara un incumplimiento de las obligaciones del Emisor bajo los Bonos.

## 6. Conclusiones:

El monto de la emisión es superior al monto de los préstamos otorgados a las entidades territoriales.

Los recursos provenientes de la operación propuesta por el Gobierno Nacional a través de Findeter solo cubre el monto de los créditos de los municipios y los intereses causados.

El monto a recibirse por el prepago de los préstamos municipales corresponde al 91.76% del valor de la emisión para el caso de GFI 2008-1 y 93% para el caso de GFI 2010. El pago propuesto a los tenedores será de 90% y 91% respectivamente para cada emisión.

La diferencia que asciende aproximadamente a nueve mil millones de pesos se transfiere al Fideicomitente para atender parcialmente los gastos, dentro de los que están los tributarios, que se estiman en cerca de diecisiete mil millones de pesos, en aplicación del concepto de los asesores tributarios consultados, quienes han manifestado que la diferencia entre el valor total de los bonos y el valor que se paga por los mismos en la redención anticipada constituye un ingreso gravable en cabeza del patrimonio autónomo sobre el cual el fideicomitente, como beneficiario, paga impuestos a una tasa del 34% sobre tal diferencia, así el ingreso sea contable y no de caja.

Las reservas constituidas por los municipios serán transferidas a la persona que lleve a cabo el prepago de los Préstamos. Las reservas constituidas por la estructura se transferirán al fideicomitente para atender gastos de la estructura y como compensación a los flujos que deja de recibir por la liquidación anticipada de la operación.

Nótese que en el prospecto de emisión se estableció que la destinación específica de las reservas era evitar el incumplimiento del servicio de la deuda de los bonos.

La operación se considera conveniente para los tenedores de bonos en vista de que el valor ofrecido por los bonos es notablemente superior al valor de mercado que reflejan las transacciones publicadas por la Bolsa de Valores de Colombia.

En efecto, la última transacción para los bonos de GFI 2008-1 se hizo por un precio sucio del 68% del valor facial y la de GFI 2010 se hizo por un precio sucio del 95.8% del valor facial. Debe tenerse en cuenta que en el caso de GFI 2010 la transacción incluye 8% de intereses menos un día, ya que la transacción se hizo un día antes del pago de intereses por lo cual el precio limpio es inferior al 90%.

Desde otro punto de vista, cesa la exposición al riesgo político de su inversión por los quince años restantes para la maduración de los títulos.

## **7. Informe de BRC Investors Services**

En este punto queremos referirnos al informe presentado por la calificadora de riesgo BRC Investors Services sobre la transacción y aclarar a los tenedores de bonos algunos de los comentarios

## 7.1 Oportunidad del Pago

BRC manifiesta en su informe: *“Si bien es cierto la calificadora evidenció la existencia de una propuesta formal por parte de Findeter sobre la creación de la línea de crédito mencionada, la documentación proporcionada no establece claramente el mecanismo mediante el PAEP percibirá la totalidad de los recursos para llevar a cabo la redención anticipada de los bonos.*

*La definición del procedimiento que la entidades que participan en esta estructura lleven a cabo para recaudar los recursos correspondientes a la redención de los bonos cobra especial relevancia, ya que, de esto dependerá la oportunidad y la completitud de los requisitos necesarios para efectuar el pago a los Tenedores de Títulos de acuerdo con las nuevas condiciones planteadas”*

La cláusula de redención anticipada de los bonos propuesta a la asamblea, cuyo texto completo se encuentra en el punto 3.1 de este informe establece como una de las condiciones para la redención anticipada de los bonos:

*El Emisor deberá haber renunciado a la aplicación de lo dispuesto en la Cláusula 2.5 de los Contratos de Crédito, en el sentido de consentir al prepago de la totalidad del saldo insoluto bajo los Créditos por parte de un tercero;*

Claramente no se está autorizando el recibo de un pago parcial, ni se le va a recibir el dinero individualmente a cada municipio. La propuesta presentada a los tenedores de bonos indica que solo hay lugar a un prepago de los créditos de las entidades territoriales si se paga el 100% del valor facial de los mismos, de tal forma que el mecanismo por medio del cual el Emisor (PAEP “Patrimonio Autónomo Emisor y Prestamista” en el reporte de BRC) reciba los fondos se fundamenta en la operación con FINDETER, y es una condición que todos los recursos deben recibirse al mismo tiempo. Es decir, para que haya lugar a una redención anticipada de los bonos, el 100% del valor de los créditos debe estar depositado en las cuentas del Emisor; para tales efectos, la identidad o naturaleza del vehículo que se utilice es aquella que produce los efectos del prepago total por parte de un tercero, de los Préstamos municipales.

La documentación del mecanismo que se va a usar para hacer el pago de los créditos está en preparación, y el detalle de la misma será informado al mercado público de valores mediante el mecanismo de Información Relevante, una vez dicha documentación sea acordada con los diferentes participantes en el proceso. FINDETER está determinando cual es la forma más conveniente para dicha entidad efectuar la operación y conservar las garantías de la cartera de créditos, así como las entidades financieras que harán parte de la operación. Adicionalmente, y por supuesto, se está a la espera de la decisión de la Asamblea de Tenedores, con el fin de determinar si la transacción se va a llevar a cabo.

## 7.2 Aspectos Financieros

La calificadora también indica en su informe:

“..... la modificación propuesta en el pago de los bonos implica un deterioro en el monto esperado por los inversionistas al final del plazo, teniendo en cuenta que el valor de redención de los títulos, varía en cada una de las emisiones, en la medida que los inversionistas de GFI 2010 recibirán el 91% del valor nominal de los títulos, mientras que para GFI 2008-1 este porcentaje es del 90%.”

Tal como lo indica el informe del Fideicomitente, al hacerse una redención anticipada a un valor menor al valor facial de los bonos, la rentabilidad es menor que la obtenida si se conservara el papel hasta el final del periodo de vida de los bonos. Los flujos originales en UVR de los pagos bajo los bonos se ilustran a continuación y se han computado los totales en pesos con fines ilustrativos:

ESQUEMA ORIGINAL GFI 2008-1

Año	Porcentaje a Amortizar	Amortización	Saldo Capital	Intereses	Servicio Deuda
2010	0.00%	-	1,620,430,000	129,634,400	129,634,400
2011	0.00%	-	1,620,430,000	129,634,400	129,634,400
2012	0.00%	-	1,620,430,000	129,634,400	129,634,400
2013	0.00%	-	1,620,430,000	129,634,400	129,634,400
2014	0.00%	-	1,620,430,000	129,634,400	129,634,400
2015	4.00%	64,817,200.00	1,555,612,800	129,634,400	194,451,600
2016	4.00%	64,817,200.00	1,490,795,600	124,449,024	189,266,224
2017	6.00%	97,225,800.00	1,393,569,800	119,263,648	216,489,448
2018	6.00%	97,225,800.00	1,296,344,000	111,485,584	208,711,384
2019	6.50%	105,327,950.00	1,191,016,050	103,707,520	209,035,470
2020	6.50%	105,327,950.00	1,085,688,100	95,281,284	200,609,234
2021	8.00%	129,634,400.00	956,053,700	86,855,048	216,489,448
2022	8.00%	129,634,400.00	826,419,300	76,484,296	206,118,696
2023	8.50%	137,736,550.00	688,682,750	66,113,544	203,850,094
2024	8.50%	137,736,550.00	550,946,200	55,094,620	192,831,170
2025	8.50%	137,736,550.00	413,209,650	44,075,696	181,812,246
2026	8.50%	137,736,550.00	275,473,100	33,056,772	170,793,322
2027	8.50%	137,736,550.00	137,736,550	22,037,848	159,774,398
2028	8.50%	137,736,550.00	-	11,018,924	148,755,474
Total UVR	100%	1,620,430,000	-	1,726,730,208	3,347,160,208
Total en pesos		337,170,162,035	-	359,288,524,664	696,458,686,699

ESQUEMA ORIGINAL GFI 2010

Año	Porcentaje a amortizar	Amortización	Saldo	Intereses	Servicio Deuda
2011	0.00%	-	895,150,000	71,612,000	71,612,000
2012	0.00%	-	895,150,000	71,612,000	71,612,000
2013	0.00%	-	895,150,000	71,612,000	71,612,000
2014	0.00%	-	895,150,000	71,612,000	71,612,000
2015	0.00%	-	895,150,000	71,612,000	71,612,000
2016	4.00%	35,806,000.00	859,344,000	71,612,000	107,418,000
2017	4.00%	35,806,000.00	823,538,000	68,747,520	104,553,520
2018	6.00%	53,709,000.00	769,829,000	65,883,040	119,592,040
2019	6.00%	53,709,000.00	716,120,000	61,586,320	115,295,320
2020	6.50%	58,184,750.00	657,935,250	57,289,600	115,474,350
2021	6.50%	58,184,750.00	599,750,500	52,634,820	110,819,570
2022	8.00%	71,612,000.00	528,138,500	47,980,040	119,592,040
2023	8.00%	71,612,000.00	456,526,500	42,251,080	113,863,080
2024	8.50%	76,087,750.00	380,438,750	36,522,120	112,609,870
2025	8.50%	76,087,750.00	304,351,000	30,435,100	106,522,850
2026	8.50%	76,087,750.00	228,263,250	24,348,080	100,435,830
2027	8.50%	76,087,750.00	152,175,500	18,261,060	94,348,810
2028	8.50%	76,087,750.00	76,087,750	12,174,040	88,261,790
2029	8.50%	76,087,750.00	-	6,087,020	82,174,770
<b>Total UVR</b>	<b>100%</b>	<b>895,150,000</b>		<b>953,871,840</b>	<b>1,849,021,840</b>
<b>Total en Pesos</b>		<b>186,290,203,590</b>	<b>-</b>	<b>198,510,840,946</b>	<b>384,801,044,536</b>

Con la propuesta presentada a los tenedores, no solo dejarían de recibir los flujos esperados a partir del año 2014, si no que recibirían un valor inferior al valor facial del título valor tal y como lo indican la calificadora y el fideicomitente.

Hasta ahora los tenedores de bonos han recibido pagos de intereses por 4 años en el caso de GFI 2008-1 y por 3 años en el caso de GFI 2010. Los flujos de pagos de intereses recibidos han sido los siguientes, para que sean comparativos con los cuadros anteriores los totales se han liquidado con la misma UVR usada a lo largo de este informe:

GFI 2008-1

Año	Intereses
2010	129,634,400
2011	129,634,400
2012	129,634,400
2013	129,634,400
<b>Total UVR</b>	<b>518,537,600</b>
<b>Total Pesos</b>	<b>107,894,451,851</b>

GFI 2010

Año	Intereses
2011	71,612,000
2012	71,612,000
2013	71,612,000
<b>Total UVR</b>	<b>214,836,000</b>
<b>Total Pesos</b>	<b>44,709,648,862</b>

La diferencia entre los montos esperados por los tenedores de conservar el papel hasta su vencimiento y los montos recibidos con la redención anticipada es significativa y debe ser evaluada cuidadosamente por los tenedores. Es más, a juicio del vocero del emisor esta es la desventaja clara de la propuesta.

Estamos de acuerdo en que la propuesta representa una desmejora en las condiciones del título y de la inversión original. Sin embargo, aun con la redención anticipada los tenedores estarían obteniendo el 100% del valor de su inversión y un rendimiento sobre la misma:

El monto a pagar a los inversionistas si se aprueban las modificaciones propuestas es:

Emisión	bonos emitidos	propuesta de pago	cifras en UVR's
			monto bonos en uvr con propuesta
GFI 2008-1	1.620.430.000	90%	1.458.390.239
GFI 2010	895.150.000	91%	814.586.391
<b>TOTAL</b>	<b>2.515.580.000</b>		<b>2.272.976.630</b>

Una vez recibido dicho pago los tenedores de bonos habrán recibido pagos por un valor total de:

Emisión	monto bonos en uvr con propuesta	intereses pagados acumulados	total capital propuesta más intereses	cifras en UVR's
				rentabilidad
GFI 2008-1	1.458.390.239	518.537.600	1.976.927.839	22%
GFI 2010	814.586.391	214.836.000	1.029.422.391	15%
<b>TOTAL</b>	<b>2.272.976.630</b>	<b>733.373.600</b>	<b>3.006.350.230</b>	<b>20%</b>

En el caso del GFI 2008-1 habrán recuperado su inversión y obtenido una rentabilidad del 22% sobre el valor inicialmente invertido.



En el caso de GFI 2010 habrán recuperado su inversión y habrán obtenido una rentabilidad del 15% sobre el valor inicialmente invertido.

La fórmula usada para calcular la rentabilidad es la del retorno sobre la inversión (ROI, por sus siglas en inglés) que es la razón financiera que compara el beneficio o la utilidad obtenida en relación a la inversión realizada. En otras palabras es la relación entre el costo y el beneficio a obtener<sup>2</sup>. La fórmula es:

$$\text{ROI} = [(\text{Valor final} - \text{valor inicial}) / \text{valor inicial}] \times 100$$

Para el caso que nos ocupa la relación es calculada en UVR de tal forma que se deja por fuera el efecto de la inflación y se obtienen resultados en términos reales. Para ello se tomó como base el monto invertido por el tenedor de bonos que equivale al valor facial del título valor. Para calcular el beneficio obtenido se tomó el valor a recibir por el pago anticipado de los bonos y se le sumó la cantidad de intereses recibidos a la fecha. Una comparación de las dos sumas muestra que el valor del pago anticipado más los intereses es superior al valor facial de los bonos, es decir los tenedores a la fecha de pago habrán recibido en términos reales la totalidad el valor facial más un dinero adicional. La rentabilidad o beneficio que se muestra en el cuadro anterior se calculó así:

$$\text{ROI} = [(\text{intereses acumulados} + \text{valor propuesta}) - \text{valor facial}] / \text{valor facial} \times 100$$

En todo caso, dada la voluntad del Gobierno Nacional a través de FINDETER de sustituir los créditos a los municipios para otorgarles mejores condiciones financieras en términos de tasa y plazo, consideramos pertinente transmitir la propuesta a los tenedores de bonos. Más aún, cuando el pasado 12 de julio de 2013 el Representante Legal de los Tenedores de Bonos, a solicitud de uno de uno de los tenedores, solicitó información sobre la existencia de la posibilidad de una redención anticipada de los bonos.

Es muy importante destacar la poca liquidez que han tenido estos títulos la cual se ve reflejada claramente en los reportes de la Bolsa de Valores de Colombia y en el bajo precio del papel no obstante estar calificado como AA+. Lo anterior hace de la presente propuesta una alternativa razonable, aún a pesar de la clara desventaja expresada en los flujos futuros.

Corresponde a los tenedores decidir sobre la liquidez en el corto plazo con una rentabilidad menor o conservar las condiciones iniciales para obtener la rentabilidad esperada. **Se aclara que, en todo caso, los tenedores son libres de aceptar o rechazar las propuestas que se someten a consideración de la Asamblea de Tenedores**

<sup>2</sup> <http://www.morningstar.es/es/news/25029/c%C3%A1culo-de-la-rentabilidad.aspx>  
<http://www.crecenegocios.com/como-calcular-la-rentabilidad-de-una-inversion/>

### 7.3 Los Fondos de Reserva

La calificadora indica en su informe que no cuenta *“con un informe que le indique el riesgo legal de efectuar los plasmado en la parte d del punto tercero de la solicitud del concepto ‘El remanente, si lo hubiere, quedará a disposición del Patrimonio Autónomo para sufragar los costos y gastos derivados de su liquidación.’, teniendo en cuenta que contractualmente el fondo de reserva constituido dentro del PAEP tenía como propósito específico respaldar el pago de los bonos en caso de una situación de insuficiencia de recursos.”*

Como primera medida es necesario aclarar que existen dos fondos de reserva dentro del Emisor:

Reserva de Mecanismo de Respaldo. Ascende a \$11,457,826,222 pesos para el GFI 2008-1 y a \$ 6,592,035,273 para GFI 2010. Dicha reserva ha sido creada por los municipios individualmente para garantizar el servicio de su deuda y debe ser reintegrada a los mismos o al tercero que pague por ellos como una garantía al momento en que se reciba el pago total del valor del crédito.

Reserva de Servicio a los Bonos. Esta reserva se provisiono inicialmente con el 2.7% del valor de la emisión para GFI 2008-1 y con el 4.7% para GFI 2010. Adicionalmente, el fideicomitente de su margen abona 60 puntos básicos anuales a la reserva de GFI 2008-1 y 20 puntos básicos anuales a la reserva de GFI 2010 por cinco años. El monto total de dichas reservas a la fecha es de \$15,748,957,075 para GFI 2008-1 y \$9,991,832,108 para GFI 2010.

Con respecto a esta última reserva, tal y como se indicó en los Aspectos Legales, de aprobarse las modificaciones propuestas la obligación del Emisor se extingue. En la medida en que no se habrá producido un incumplimiento de los términos y condiciones de los Bonos, los recursos de la Reserva de Servicio a los Bonos no serán utilizados para atender las obligaciones a cargo del Emisor para con los Tenedores de Bonos.

### 7.4 La Calificación

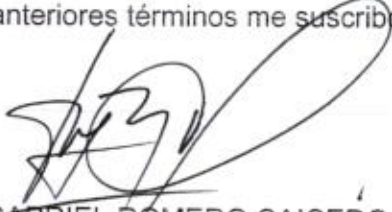
BRC Investors Services hace la siguiente anotación con respecto a la calificación:

*“Es importante resaltar que esta situación de prepago, presenta en sí misma un cambio en las condiciones financieras que fundamentaron las calificaciones otorgadas a los bonos GFI 2008-1 y GFI 2010, por lo que, en caso que no se lleve a cabo el proceso de redención anticipada de los títulos, los eventos ocurridos deberán ser incorporados a las futuras revisiones que BRC Investors Services realice a estas emisiones.”*

Nos alejamos de lo manifestado por la calificadora por cuanto si no se modifican los términos y condiciones de los Bonos y del Contrato de Fiducia que da origen al

Emisor, no se entenderán como modificadas las condiciones financieras de los bonos y, por lo tanto, el riesgo asociado a los Bonos sigue siendo el mismo.

En los anteriores términos me suscribo de los señores Tenedores de Bonos atentamente,



JOSE GABRIEL ROMERO CAICEDO  
Representante Legal  
Alianza Fiduciaria S.A. vocera de los Fideicomisos  
Grupo Financiero de Infraestructura 2008-1 y  
Grupo Financiero de Infraestructura 2010

Anexo:

1. Diagrama de funcionamiento de la estructura de los bonos.
2. Listado de Créditos otorgados por los Patrimonios Autónomos
3. Estados financieros de los Patrimonios Autónomos con corte a Noviembre 30 de 2013.
4. Concepto del Representante Legal de los Tenedores de Bonos
5. Concepto de la calificadora de riesgo BRC Investors Services
6. Informes del fideicomitente
7. Informe de Calificación de GFI 2008-1
8. Informe de Calificación de GFI 2010

ANEXO 2

Patrimonio Autónomo Grupo Financiero Infraestructura 2008-1

No	MUNICIPIOS	PRESTAMOS EN UVR'S	No	MUNICIPIOS	PRESTAMOS EN UVR'S
1	ABREGO	10.622.543	32	PATIA	7.769.204
2	ARIGUANÍ	7.043.412	33	PEDRAZA	6.532.714
3	BALBOA	7.251.645	34	PEÑON	7.660.297
4	BARRANCO DE LOBA	6.113.031	35	PURISIMA	10.250.854
5	BELLO	150.867.235	36	REMOLINO	11.612.430
6	BUENAVENTURA	230.704.174	37	RIONEGRO	46.058.972
7	CACOTA	5.309.542	38	SABANETA	16.472.272
8	CAICEDONIA	11.339.408	39	SAN ANTERO	6.586.849
9	CALDAS	36.127.406	40	SAN ESTANISLAO	6.037.064
10	CALIMA DEL DARIEN	9.195.799	41	SAN FERNANDO	19.099.587
11	CARAMANTA	9.253.886	42	SAN JOAQUIN	8.739.520
12	CARMEN DE CHUCURI	13.723.900	43	SAN JUAN DE GIRON	47.027.519
13	CERTEGUI	10.523.148	44	SAN LUIS DE GACENO	5.010.442
14	CLEMENCIA	10.970.713	45	SAN MARTIN DE LOBA	23.664.494
15	DABEIBA	14.463.679	46	SAN PEDRO DE URABA	14.115.342
16	EBEJICO	13.512.627	47	SAN PELAYO	8.977.743
17	EL GUAMO	7.168.024	48	SANTA ANA	24.824.227
18	EL TAMBO	20.841.838	49	SANTA CATALINA	9.171.280
19	FLORENCIA	53.563.283	50	SANTA MARIA	4.712.586
20	FLORIDA BLANCA	57.303.545	51	SANTA ROSA	10.911.703
21	GAMBITA	14.354.899	52	SOACHA	99.137.571
22	HATILLO DE LOBA	9.129.515	53	SORA	5.195.059
23	HATILLO DE LOBA II	5.463.264	54	SUAITA	10.974.431
24	LA PLAYA	9.775.420	55	SUSACON	11.568.443
25	LA SIERRA	5.795.134	56	TARAZA	19.116.549
26	MARGARITA	11.497.835	57	TEORAMA	10.004.794
27	MITU	25.152.097	58	VALDIVIA	17.687.879
28	MUTATA	8.745.605	59	VALLEDUPAR	193.848.971
29	NUEVA GRANADA	10.590.595	60	YALI	5.492.305
30	ONZAGA	11.560.824	61	ZAPAYÁN	7.622.029
31	OTANCHE	13.039.147	<b>TOTAL PRESTAMOS</b>		<b>1.486.886.304</b>

## Patrimonio Autónomo Grupo Financiero Infraestructura 2010

No	MUNICIPIOS	PRESTAMOS EN UVR'S	No	MUNICIPIOS	PRESTAMOS EN UVR'S
1	ABRIAQUI	5.146.201	30	EL PASO	12.801.191
2	PALMAR DE VARELA	17.804.464	31	GUACA	9.377.738
3	SABANAGRANDE	6.269.428	32	EL BANCO	19.774.953
4	BARANOA	10.282.455	33	ALTOS DEL ROSARIO	15.496.393
5	POLO NUEVO	9.881.247	34	CAREPA	14.622.385
6	SAN JACINTO	10.718.092	35	SAN PABLO	23.174.859
7	RIOVIEJO	8.731.254	36	SUAREZ	11.345.400
8	ARENAL	9.088.110	37	CONCORDIA	5.460.658
9	MORALES	20.976.503	38	ALTO BAUDO	41.068.266
10	SAN JACINTO DEL CAUCA	11.874.677	39	BAJO BAUDO	13.640.876
11	CALDAS	7.228.084	40	CARMEN DEL DARIEN	15.715.361
12	BUENOS AIRES	13.475.302	41	ZARZAL	15.750.935
13	LA GLORIA	8.465.228	42	BETANIA	9.282.097
14	SAN CARLOS	29.939.399	43	ANGOSTURA	12.806.028
15	PIJIÑO DEL CARMEN	6.058.853	44	VILLA DEL ROSARIO	15.309.807
16	SAN ZENON	11.407.892	45	JAMUNDI	44.832.099
17	PUEBLOVIEJO	7.648.233	46	MARIALABAJA	16.582.750
18	IPIALES	37.024.868	47	TURBANA	10.846.175
19	TUQUERRES	11.429.696	48	NOROSI	16.185.211
20	CHITAGA	9.245.323	49	BARRANCO DE LOBA	10.898.246
21	LOS PATIOS	13.151.287	50	LORO	13.960.170
22	CONVENCION	9.682.927	51	ATRATO	13.919.978
23	OCAÑA	38.237.851	52	ISTMINA	24.755.895
24	LEBRIJA	17.140.946	53	ACANDI	9.442.512
25	SINCE	8.451.441	54	UNGUIA	13.411.065
26	SAN ONOFRE	10.416.719	55	CANTON DE SAN PABLO	7.131.792
27	LA UNION	7.879.428	56	GUAMAL	7.965.132
28	CALOTO	9.546.056	57	SITIONUEVO	12.055.168
29	BOSCONIA	12.416.517	58	MONTELIBANO	15.274.550
			TOTAL PRESTAMOS EN UVR'S		832.506.174