

Examen En El Ámbito De TRANSPORTADORA DE GAS DEL SUR S.A**INDICE**

1. OBJETO DE AUDITORÍA.	2
2. ALCANCE DEL EXAMEN.	2
3. ACLARACIONES PREVIAS	3
3.1 - CONFORMACION DE TGS - VENTA DEL 70%	3
3.2 - PROCEDIMIENTO DE VENTA DEL 27%	4
3.2.1. - Lista de Entidades Invitadas.....	4
3.2.2 - SELECCION DE ENTIDADES LIDERES	5
3.2.3 - OFERTA DE LAS ACCIONES.....	6
3.3 - VALUACION	6
3.3.1 - limitacion al alcance.....	7
3.3.2 - BALANCE DE TGS	7
3.3.3. - VALUACION DE LAS ACCIONES PARA LA VENTA.....	8
Valuación 2.319 2.473 2.628	12
3.4 - VENTA DE LAS ACCIONES.....	16
3.5 - PAGO DE LAS ACCIONES	16
3.6 - VENTA DE ACCIONES ADICIONALES	17
4. COMENTARIOS Y OBSERVACIONES	17
5. CONCLUSIONES	17
GLOSARIO DE TERMINOS UTILIZADOS EN EL INFORME	18

INFORME TECNICO

**Al señor Ministro de Economía
de la Nación**

Dr. José Luis MACHINEA

S./D.

En uso de las facultades conferidas por el artículo 118 de la Ley 24.156, la AUDITORIA GENERAL DE LA NACION, procedió a efectuar un examen en el ámbito de TRANSPORTADORA DE GAS DEL SUR S.A., con el objeto que se detalla en el apartado 1.

1. OBJETO DE AUDITORÍA.

El objeto de este estudio es analizar el procedimiento de venta, por parte del Estado Nacional, del 27 % del paquete accionario de Transportadora de Gas del Sur S.A. (TGS).

2. ALCANCE DEL EXAMEN.

El presente examen fue realizado de conformidad con las normas de auditoría externa de la AUDITORIA GENERAL DE LA NACION, aprobadas por la Resolución N° 145/93, dictada en virtud de las facultades conferidas por el artículo 119, inciso d) de la Ley 24.156, habiéndose practicado los siguientes procedimientos:

Se tomó vista del Expediente 095-006/94 del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos correspondiente a la colocación de acciones de TGS de propiedad del Estado, que la Secretaría de Finanzas Bancos y Seguros puso a disposición de esta Auditoría.

Se mantuvieron entrevistas con funcionarios de la Subsecretaría de Seguros y Mercado de Capitales que tuvieron participación directa en la colocación de las acciones.

Se agrega al informe un glosario de términos utilizados corrientemente en relación a los mercados financieros y bursátiles.

3. ACLARACIONES PREVIAS

3.1 - CONFORMACION DE TGS - VENTA DEL 70%

En el año 1992, y en el marco de la privatización de Gas del Estado, se conformó la Empresa Transportadora de Gas del Sur S.A.

Los activos de TGS comprenden el Sistema de transmisión de gas de alta presión constituido por los gasoductos San Martín, Oeste-Neuba I (incluyendo la línea Plaza Huincul-General Conesa) y Neuba II, una planta separadora de gases para obtención de etano, propano, butano y gasolina natural, y 5 plantas de recuperación de gases líquidos: Centenario, Río Neuquén, Medanito, Chimen Aike y Cañadón Seco.

El paquete accionario se dividió en 51% de acciones clase A (correspondientes al operador), 46% de acciones clase B y 3% de acciones clase C (Programa de Propiedad Participada).

Por Licitación Pública 33-0150 se vendió el 70% del paquete accionariocompuesto por: 51% de acciones clase A y 19% de acciones clase B, resultando adjudicatario un consorcio integrado por Enron Pipeline Co. Arg. S.A., Cía. Naviera Pérez Companc, Citicorp Equity Investment S.A. y Argentine Private Development Trust Co.

Según el Contrato de Transferencia firmado el 28 de diciembre de 1993, el precio pagado por el 70% del paquete accionario resultó de U\$S 356.189.000 (U\$S 100.000.000 en efectivo y U\$S 256.189.000 en títulos). Quedaron a cargo de TGS pasivos del orden de los U\$S 395.000.000.

El Estado Nacional se reservó el 27% del paquete accionario .

3.2 - PROCEDIMIENTO DE VENTA DEL 27%

En el marco de las leyes 23.696 (art. 18) y 24.307 (Presupuesto Nacional 1994) y el Decreto 588/93, el Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos decide, en el mes de diciembre de 1993, la colocación de las acciones clase B de TGS representativas del 27% del capital accionario.

El procedimiento elegido fue la colocación en oferta pública en el mercados nacional e internacional mediante la designación de agentes líderes.

A los efectos de esa designación se confeccionó una "lista corta" de entidades financieras locales y extranjeras, considerando la experiencia en colocaciones de acciones y deuda, conocimiento de la Argentina y del sector gasífero, calidad de análisis y capacidad de liderazgo y organización. En el caso de las entidades internacionales se tuvo en cuenta su posición en "rankings" de ofertas iniciales de acciones.

3.2.1. - Lista de Entidades Invitadas

Locales:

- . Banco Río de la Plata
- . Banco Roberts
- . Banco Francés del Río de la Plata
- . Banco de Galicia y Bs.As.
- . Banco MBA
- . Banco de Valores
- . Banco del Sud
- . Banco de Crédito Argentino

Extranjeras:

- . Merrill Lynch
- . CS First Boston
- . Banque Paribas
- . Salomon Brothers Inc.
- . NM Rothschild y Sons Ltd.
- . Oppenheimer y Co. Inc.

- . JP Morgan
- . Lehman Brothers
- . Bear Sterns
- . Goldman Sachs y Co.
- . Prudential Securities
- . Paine Webber
- . Smith Barney Shearson's
- . Morgan Stanley

3.2.2 - SELECCION DE ENTIDADES LIDERES

A las entidades seleccionadas se las invitó a presentar sus ofertas de acuerdo a los términos de referencia que solicitaban, entre otras cuestiones:

- recomendaciones sobre el sistema de oferta y los mecanismos de control.
- método para la fijación del precio.
- compromiso de "underwriting" (especificando alternativas y costos).
- conveniencia de realizar una opción de sobreasignación ("green shoe").
- mecanismos de asignación de acciones.
- costos directos y asociados (especificando comisiones).
- calendario de trabajo.
- cobertura de análisis (research) en empresas argentinas o comparables del exterior.
- análisis del mercado secundario.
- equipos de especialistas y su dedicación.
- detalle de gastos de impresión, road shows y de underwriting.

La selección se realizó de acuerdo a los criterios cualitativos y cuantitativos de las ofertas.

Para la selección del líder internacional se tomó en consideración que la mayor demanda del tramo internacional provendría de Estados Unidos. Se preseleccionó a Merrill Lynch, Lehman Brothers, Goldman Sachs y Salomon Brothers en función de la experiencia en colocación de acciones, conocimiento de la Argentina y su calificación

según las tablas de posicionamiento consultadas (Intitutional Investors, Wall Street Journal, Data Securities, Latin Finance, International Finance Review).

Con la preselección de esas cuatro entidades se comenzó el análisis de los términos cuantitativos de las ofertas. Dado el alto nivel de interés de las entidades, se solicitó una recotización de las comisiones, lográndose una rebaja respecto de las ofertadas inicialmente. Como resultado del proceso señalado, se adjudicó a Merrill Lynch el rol de líder en la colocación de las acciones, con una comisión total del 3% del producido de la colocación (originalmente había ofrecido sus servicios por una comisión del 4%). Los gastos de underwriter, los gastos de impresión y los gastos del road show, que en la oferta original estaban a cargo del gobierno, quedaron a cargo de los colocadores.

Para la selección de la entidad líder local se adoptaron criterios similares resultando designado el Banco Francés, que aceptó reducir sus comisiones hasta el nivel del colocador internacional.

3.2.3 - OFERTA DE LAS ACCIONES

La oferta comprendió 195.000.000 de acciones clase B de TGS en tres tramos:

- la oferta Argentina, compuesta de 78.000.000 de acciones.
- la oferta Estadounidense, que comprende 15.600.000 de ADSs bajo la norma 144a (Acciones depositadas en custodia), cada una de las cuales representa 5 acciones clase B.
- la oferta Internacional, con 7.800.000 ADSs bajo la Regulación S, representativas de 5 acciones clase B cada una.

Asimismo, a los colocadores se les había dado la opción de comprar hasta 19.513.727 acciones clase B para cubrir sobreadjudicaciones, si las hubiere (green shoe).

3.3 - VALUACION

3.3.1 - limitacion al alcance

En la documentación puesta a disposición de esta Auditoría no se incluyó la información de base utilizada por Merrill Lynch y el Banco Francés para realizar la valuación de TGS. Tampoco se tuvo acceso a la metodología utilizada en los cálculos respectivos. En el expediente 095-006/94 del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos solamente consta el "Resumen Ejecutivo" de la valuación efectuada por la consultora citada.

Otro tanto ocurre con la presentación del Banco de la Nación Argentina, que incluye solamente cuadros con los resúmenes de los resultados.

3.3.2 - BALANCE DE TGS

TGS comenzó sus operaciones el 28 de diciembre de 1992. Según el Balance al 31 de diciembre de 1993, los principales indicadores de la compañía son los siguientes:

- Síntesis de resultados (en miles de \$, salvo las cantidades por acción):

Ingresos por ventas	338.433
Utilidad Bruta	243.673
Utilidad Operativa	218.923
Utilidad Neta	143.628

- Información por acción:

Ganancia por acción	0,26 (*)
---------------------	----------

- Situación Patrimonial:

Total del Activo	1.318.200
Total del Pasivo	475.388
Patrimonio Neto	842.812

(*) Las ganancias por acción han sido calculadas sobre la base de 557.309.640 acciones en circulación al 31/12/93.

3.3.3. - VALUACION DE LAS ACCIONES PARA LA VENTA

La valuación de TGS fue realizada por Merrill Lynch-Banco Francés. Esta valuación fue revisada por el Banco de la Nación Argentina según un informe del 2 de mayo de 1994 y analizada por la Sindicatura General de la Nación en un informe remitido a la Secretaría de Finanzas, Bancos y Seguros, por Nota SIGEN N° 1179/94-AT del 4 de mayo de 1994.

Los criterios de valuación adoptados por los agentes colocadores comprendieron tanto el flujo de fondos descontado (FFD) cuanto métodos basados en la cotización pública de acciones de compañías comparables ("comparable acquisition analysis" - CAA y "comparable trading analysis" - CTA).

El cálculo de la valuación por Flujo de Fondos Descontado consiste en calcular, para varias tasas de descuento, los flujos de fondos generados por TGS entre los años 1994 y 1998 y un valor residual. Ese valor residual surge de multiplicar los beneficios antes de impuestos, intereses y depreciación por una serie de coeficientes y descontar el valor obtenido por la tasa de interés utilizada. Dado que las proyecciones comprenden períodos de tiempo para los cuales no es posible estimar con absoluta certeza ciertos parámetros, se optó por construir dos escenarios (caso base y caso alto) para distintas hipótesis de demanda y consecuente nivel de ingresos y utilidades.

El método de valuación de "Análisis de Adquisiciones Comparables" toma en consideración los "múltiplos" o relaciones entre precios de las acciones y ganancias de las compañías (Price/earnings), observados en operaciones de compra o absorción de empresas similares a la analizada, y aplica esos múltiplos a los indicadores de la empresa a valorar. En la aplicación de este método se ajustan tanto la composición del capital, cuanto los beneficios por los efectos de la existencia de acciones preferidas y por el pago de intereses.

El tercer método (Análisis de Transacciones Comparables), comprende el análisis de las cotizaciones de acciones en la bolsa de compañías similares a la empresa a valorar. Se tomó como referencia las cotizaciones de acciones de empresas de transporte y comercialización de gas, de teléfonos y de electricidad. Este análisis, similar al de Adquisiciones Comparables en el sentido de utilizar el mismo tipo de cálculo de "múltiplos", permite una estimación de la merma que se verifica en la

cotización de las acciones ofrecidas por primera vez en cotización pública (Initial Public Offering - IPO).

Los supuestos adoptados en las proyecciones para el cálculo del Flujo de Fondos Descontado del Caso Base son los siguientes:

- Los ingresos provienen en un 90% del transporte de gas y en un 10% del procesamiento y almacenaje.
- La capacidad se expande de acuerdo a los planes previstos, adicionándose nueva capacidad para servir a la demanda proyectada.
- La expansión del consumo residencial de gas se estima en 4% anual acumulativo. El consumo industrial y el consumo para generación de electricidad crecerán en el orden del 4 al 6% anual acumulativo. Para las proyecciones se adopta un crecimiento total del 5% anual.
- Los gastos operativos se estiman en 74.2, 74.8, 75.3, 75.9 y 76.5 millones de U\$\$ para los años 1994 a 1998 respectivamente. El escalamiento surge de aplicar la mitad de la inflación esperada (del 1,5% anual).
- La vida útil de las instalaciones del transporte se considera de 45 años, para las instalaciones de procesamiento de 25 años, para inmuebles de 25 a 45 años y para otras instalaciones de 2 a 15 años.
- El costo financiero anual es del 8% promedio.
- La inversión se estima en 175.6, 85.0, 105.0, 95.0 y 95.0 millones de U\$\$ para los años 1994 a 1998 respectivamente.

El flujo de fondos resultante es el siguiente:

	94	95	96	97	98
Ingresos totales	370.0	389.6	409.8	431.3	454.3
- Costos operativos (1)	<u>92.8</u>	<u>94.6</u>	<u>96.4</u>	<u>98.3</u>	<u>100.4</u>
EBDIT (*)	277.2	295.0	313.3	333.0	353.9
- Amortización	<u>34.1</u>	<u>37.6</u>	<u>40.6</u>	<u>43.4</u>	<u>46.1</u>
EBIT (**)	243.1	257.4	272.7	289.6	307.9

- Imp. Ganancias	<u>66.6</u>	<u>70.9</u>	<u>81.8</u>	<u>86.9</u>	<u>92.4</u>
Ingreso Neto	176.5	186.5	190.9	202.7	215.5
+ Depreciación	34.1	37.6	40.6	43.4	46.1
- Inversión	175.6	85.0	105.0	95.0	95.0
- Cap.Trabajo	<u>4.3</u>	<u>2.6</u>	<u>2.7</u>	<u>2.9</u>	<u>3.1</u>
FLUJO NETO	30.7	136.5	123.8	148.2	163.5

(1) Incluye el “Manegement fee” (costo de asistencia técnica) a ser pagado a Enron Argentina, según los términos de un contrato de 8 años de duración (año 1994: 18.6; 95: 19.8; 96: 21.1; 97: 22.4 y 98: 23.9 millones de U\$S).

(*) EBDIT = Earnings before depreciation, interest and taxes (Ganancias antes de depreciación, intereses e impuestos).

(**) EBIT = Earnings before interest and taxes (Ganancias antes de intereses e impuestos)

Como la proyección se realizó solo hasta el año 1998, se adicionó al flujo de fondos un valor residual de U\$S 3.539.500.000, calculado como 10 veces las ganancias (EBDIT) de ese año . Esto equivale a suponer un flujo perpetuo invariante a partir de ese año descontado al año 1988 a una tasa anual del 10%. A su vez, ese valor residual se descontó al año 1 utilizando las tasas de 10, 12, 14 y 16% anual respectivamente.

Tabla de valuación para distintas tasas de interés:

tasa	Val. presente años 1 a 5	Valor terminal	Deuda neta	Valor Total	Valor 27%
desc.	+	+	-	=	
10	436.5	2.197.7	353.3	2.280.9	615.8

12	411.4	2.008.4	353.3	2.066.4	557.9
14	388.2	1.838.3	353.3	1.873.2	505.8
16	367.0	1.685.2	353.3	1.698.8	458.7

La valuación por el método de flujo de fondos descontado, arroja un resultado de 2.87, 2.60, 2.36 y 2.14 U\$S por acción según se adopten las tasas de descuento del 10, 12, 14 o 16% anual respectivamente.

Para el escenario de Demanda Alta se variaron dos supuestos:

- Se tomó una tasa de crecimiento anual de la demanda del 7% en lugar del 5% adoptado en el caso base.
- No se escalaron los costos operativos.

El flujo de fondos para el escenario de demanda alta es el siguiente:

	94	95	96	97	98
Ingresos totales	370.0	395.7	422.9	452.5	484.7
- Costos operativos	<u>92.8</u>	<u>94.4</u>	<u>96.1</u>	<u>98.0</u>	<u>100.0</u>
EBDIT	277.2	301.3	326.8	354.5	384.7
- Amortización	<u>34.1</u>	<u>37.6</u>	<u>40.6</u>	<u>43.4</u>	<u>46.1</u>
EBIT	243.1	263.7	286.1	311.10	338.6
- Imp. Ganancias	<u>66.6</u>	<u>72.7</u>	<u>85.8</u>	<u>93.3</u>	<u>101.6</u>
Ingreso Neto	176.5	190.9	200.3	217.8	237.0
+ Depreciación	34.1	37.6	40.6	43.4	46.1
- Inversión	175.6	85.0	105.0	95.0	95.0
- Cap.Trabajo	<u>4.3</u>	<u>3.5</u>	<u>3.7</u>	<u>4.0</u>	<u>4.3</u>
FLUJO NETO	30.7	140.1	132.3	162.2	183.8

En forma similar al Caso Base se adicionó al flujo de fondos un valor residual de U\$S 3.847.000, calculado como 10 veces las ganancias (EBDIT) del año 1998.

Tabla de valuación para distintas tasas de interés (Caso de Demanda Alta):

tasa	Val. Presente		Valor	Deuda	Valor	Valor
	años 1 a 5		Terminal	Neta	Total	27%
desc.	+		+	-	=	
10	468.0	2.388.5	353.3	2.503.1	675.8	
12	440.6	2.182.7	353.3	2.270.0	612.9	
14	415.5	1.997.8	353.3	2.060.0	556.2	
16	392.4	1.831.5	353.3	1.870.5	505.0	

Otro enfoque utilizado para valorar las acciones a colocar, consistió en estimar la relación entre el valor de mercado de las acciones como múltiplo del ingreso neto (Price-earnings). Según los análisis realizados, para empresas similares esa relación se ubica en el rango de 14 a 18 veces (14 a 18x).

Aplicando una relación de 15, 16 y 17 veces a la estimación de resultados para el año 1994, la valuación resulta:

	15x	16x	17x
Ganancias est. 94	154.6	154.6	154.6
Valuación	2.319	2.473	2.628
Descuento IPO (*)	10%	10%	10%
Valuación IPO	2.087	2.226	2.365
Valuación 27%	563	601	639

(*) Initial Public Offering (Oferta Pública Inicial). Se considera razonable un descuento del 10% en la valuación cuando es una oferta nueva en el mercado accionario.

Según este método de valuación, el precio por acción debería ser de U\$S 2.63, U\$S 2.80 y U\$S 2.98 por acción.

Para el Análisis de Adquisiciones Comparables se tomaron 4 operaciones:

- 1) la adquisición de United Gas Pipeline por parte de Koch Industries Inc. (1992).
- 2) la adquisición de Tenneco Inc. Vicking Gas Transmission por parte de Northern States Power Company (1993).
- 3) la adquisición de Arkla Inc. Louisiana Interstate Gas Corporation por parte de Equitable Resources Inc. (1993).
- 4) la adquisición de American Oil and Gas Corp. Por parte de KN Energy Inc. (1993).

Las relaciones observadas en esta adquisiciones son las siguientes:

Caso	Precio total (1) <u>respecto de</u>		Precio de activos <u>respecto de</u>	
	EBDIT	EBIT	Ingr. Neto	Valor Libro
1	9.1x	31.4x(2)	---	0.6x
2	6.5x	7.6x	12.2x	3.8x (2)
3	7.7x	8.9x	15.0x	---
4	7.4x	13.5x	17.9x	0.9x
Promedio	7.7x	10.0x	15.0x	0.8x

(1) Precio pagado más deuda asumida.

(2) No incluido en el promedio.

De esas observaciones se derivan los siguientes valores para TGS:

Indicador	Resultado	Rango	Valuación
Financiero	de TGS	aplicable	de TGS
EBDIT 1993	255.5	7.0 - 8.0x	1.788,5 - 2.044,0
EBIT 1993	225.3	8.0 - 10.0x	1.802,4 - 2.253,0
Ganancias 1993	145.0	12.0 - 15.0x	2.093,3 - 2.528,3
RANGO RELEVANTE			2.000,0 - 2.500,0
Menos Deuda Neta			353,3

Rango Resultante	1.646,7 - 2.146,7
Valor del 27% de TGS	444,6 - 579,6

En el cuadro que se incluye a continuación, se detallan los límites superiores e inferiores que arrojaron los distintos métodos utilizados para la valuación de TGS:

(Valores en millones de U\$S)

	Valuación	
	total de TGS	27%
FFD (12 y 14%)		
Caso base	1873 - 2066	506 - 558
Demanda alta	2060 - 2270	556 - 613
CAA	1647 - 2147	445 - 580
CTA	2087 - 2365	563 - 639

donde FFD: flujo de fondos descontado, CAA: Comparable Acquisition Analysis (análisis de adquisiciones comparables) y CTA: Comparable Trading Analysis (análisis de transacciones comparables).

De este modo, los distintos métodos arrojaron una valuación inferior de U\$S 2.07 y una valuación máxima de U\$S 2.98 por acción.

Estos resultados fueron cotejados por el Banco de la Nación Argentina, según su informe del 2 de mayo de 1994.

Los supuestos considerados son los siguientes:

- Se tomó como base de la proyección la situación expuesta en el Balance de TGS al 31/12/93.
- Los ingresos se consideran constantes luego de haber utilizado la capacidad total del gasoducto NEUBA II.
- Se toma la pauta de reducción de costos estimada por Merrill Lynch.

- Sólo se consideran las inversiones obligatorias.
- No se incluyen costos financieros.

Se utilizó el método de flujo de fondos descontado, por un período de siete años, considerando a partir del año 8 un valor residual calculado como una perpetuidad.

Los resultados fueron los siguientes:

% desc.	Valuación Total	Valuación 27%	Precio por Acción
8	2.767.7	747.3	3.48
10	2.185.8	590.2	2.75
12	1.799.8	485.9	2.27
14	1.525.5	411.9	1.92

El informe del BNA recomienda utilizar tasas de descuento del 10 al 13% anual, con lo cual el rango de valuación se ubica entre U\$S 2.27 y U\$S 2.75 por acción. De todas maneras, se indica que dichos valores deben ser tomados como "de referencia".

Los resultados de la valuación del BNA son similares a los obtenidos por Merrill Lynch pero son más sensibles a la tasa de interés.

El informe de la Sindicatura General de la Nación del 4 de mayo de 1994 mencionado anteriormente, opina que "...teniendo en cuenta que es una colocación primaria de un paquete minoritario de acciones, que las condiciones imperantes en el mercado local no son las más favorables y que las tasas de interés internacionales presentan una tendencia ascendente, estimamos que la metodología aplicada en la valuación de Transportadora de Gas del Sur S.A. por el Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos al fijar la banda de las ofertas entre U\$S 2.50 a U\$S 2.90 por acción, es coherente con las pautas de valuación generalmente utilizadas".

3.4 - VENTA DE LAS ACCIONES

El esquema original de la colocación de los 195.000.000 de acciones comprendía una colocación del 40% en el tramo argentino, un 40% en el tramo estadounidense y un 20% en el tramo internacional.

En función de la registración de ofertas (Book Building), el Banco Francés y Merryll Lynch recomendaron que la colocación fuera del 50% en el tramo nacional, 37% en los Estados Unidos y 13% en el tramo internacional.

Por Resolución del MEOySP N°611 del 5/5/94, se adopta ese criterio de distribución, disponiéndose la venta de 195.000.000 de acciones de TGS a U\$S 2,619, cada una para que los bancos las revendan a U\$S 2,70. Asimismo establece que los colocadores tendrán opción a 19.513.727 adicionales al precio señalado. (Nota: la diferencia entre el precio de venta y de compra de las acciones representa exactamente la comisión del 3% convenida).

3.5 - PAGO DE LAS ACCIONES

El día 12/5/94 se efectivizó el pago de la siguiente manera:

- 2 cheques del Banco Francés:

a la orden de la ANSeS	U\$S 76.558.327,41
a la orden del B.C.R.A.	U\$S 178.714.522,59
TOTAL	U\$S 255.272.850,00

- 2 cheques de Merrill Lynch:

a la orden de la ANSeS	U\$S 76.567.219,67
a la orden del B.C.R.A.	U\$S 178.735.280,33
TOTAL	U\$S 255.302.500,00

En ambos casos los pagos fueron efectivizados descontando gastos efectuados por cuenta del vendedor (Bco. Francés U\$S 79.600 y M.Lynch U\$S 50.000).

Es decir que el resultado neto de la colocación de 195.000.000 de acciones de TGS resultó en un ingreso neto de U\$S 510.575.350.

3.6 - VENTA DE ACCIONES ADICIONALES

De la opción de acciones adicionales que tenían los Bancos colocadores por hasta 19.513.727 acciones, solamente hicieron uso de su opción hasta 3.786.690 acciones.

El remanente permanece en poder del Estado Nacional.

Esta colocación adicional representó un ingreso de U\$S 9.917.341,11, habiendo recibido la ANSES U\$S 2.970.702,33 y el B.C.R.A. U\$S 6.946.638,78.

4. COMENTARIOS Y OBSERVACIONES

Se observa que las distintas metodologías utilizadas por Merrill Lynch para la fijación de la banda de referencia para la venta de las acciones, arrojan resultados equivalentes. Estas valuaciones fueron corroboradas por el Banco de la Nación Argentina y por la Sindicatura General de la Nación, que fueron coincidentes en la razonabilidad de las mismas.

5. CONCLUSIONES

El proceso de venta de las acciones representativas del 27% del paquete accionario de TGS, no merece objeciones en cuanto a los procedimientos, ni al sustento legal de los mismos.

6. Lugar y fecha de emisión del Informe.

Buenos Aires, 15 de marzo del 2000.

GLOSARIO DE TERMINOS UTILIZADOS EN EL INFORME

UNDERWRITER: Agente colocador de las acciones. El compromiso que asume mediante contrato lo obliga a tomar la totalidad de las acciones ofrecidas, aún en caso de demanda insuficiente.

AMERICAN DEPOSITARY SHARE: Certificado de acciones depositadas en custodia. Se entregan a los adquirentes y son negociables. Generalmente representan 5 acciones cada uno.

INITIAL PUBLIC OFFERING: Oferta Pública Inicial de acciones.

BOOK BUILDING: Procedimiento por el cual se anotan las ofertas de compra de acciones. Se pueden definir distintos tramos según el origen de las ofertas (nacional, internacional), o según las características de los oferentes (institucionales, particulares).

GREEN SHOE: Es una cantidad de acciones que se reserva para que los agentes colocadores puedan cubrir eventuales sobreofertas. No están obligados a adquirirlas.

PRICE/EARNINGS: Relación entre el precio de cotización de una acción en la Bolsa y los beneficios netos de la Empresa.

COMPARABLE ACQUISITION ANALYSIS (Análisis de Adquisiciones Comparables): Es un criterio de valuación de las acciones a ser colocadas basado en el precio al cual compañías similares a la ofrecida son adquiridas por otras.

COMPARABLE TRADING ANALYSIS (Análisis de Transacciones Comparables): Es un criterio de valuación de las acciones a ser colocadas basado en el precio de mercado de las acciones de compañías similares a la ofrecida.