

**REESTRUCTURACION CORPORATIVA DE PETROBANK ENERGY AND
RESOURCES LTD.**

RAFAEL EDUARDO ROZO RODRIGUEZ

**Trabajo de grado como requisito para optar al título de Magíster en
Administración con Concentración en Finanzas**

**Director
José María del Castillo**

**UNIVERSIDAD DE LOS ANDES
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN
MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN CON CONCENTRACIÓN EN FINANZAS
BOGOTÁ D.C.
2006**

Nota de Aceptación

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Bogota, Noviembre ____ de 2006

CONTENIDO

INTRODUCCION.....	7
1. ESTRATEGIAS DE REESTRUCTURACION DE COMPAÑIAS	18
1.1 REESTRUCTURAR UNA COMPAÑÍA.....	18
1.2 RAZONES PARA REESTRUCTURAR UNA COMPAÑÍA.....	18
1.2.1 Ganancia de eficiencia y re-enfoque.....	19
1.2.2 Efecto de Información.....	20
1.2.3 Razones tributarias.....	20
1.3 CUANDO REESTRUCTURAR UNA COMPAÑÍA.....	20
1.4 ESTRATEGIAS DE REESTRUCTURACIÓN	21
1.4.1 Escisiones o “Spin-off”.....	21
1.4.2 “Equity Carve Out”.....	30
1.4.3 Liquidación de la firma total.....	32
1.4.4 Venta Parcial.....	32
1.4.5 Split – off.....	33
1.4.6 Acciones de seguimiento (Tracking stocks).....	33
1.5 GENERACIÓN DE VALOR EN UNA REESTRUCTURACIÓN	35
1.6 PREOCUPACIONES USUALES QUE GENERA LA REESTRUCTURACIÓN	36
1.6.1 Estabilidad.....	36
1.6.2 Aumentando los costos y la complejidad.....	36
1.7 LA OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO)	37
1.7.1 Compañías Privadas vs. Compañías Públicas.....	39
1.7.2 Porque volverse pública una compañía?.....	40
1.7.3 Valoración de una Oferta Pública Inicial.....	41
1.7.4 Etapas de transformación.....	43
1.7.5 Comenzando el proceso del IPO.....	45
1.7.6 Aspectos clave de análisis por parte de los inversionistas.....	48
1.8 LA VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA	50
1.8.1 Valor intrínseco.....	50
1.8.2 El enfoque del valor relativo.....	51
1.8.3 Problemas del Valor relativo.....	52
1.8.4 Acciones de compañías de recursos naturales.....	53
2. ANALISIS DEL DESEMPEÑO HISTÓRICO DE SUBSIDIARIAS REESTRUCTURADAS.....	56
3. LA ESTRATEGIA DE REESTRUCTURACION DE PETROBANK – PETROMINERALES COLOMBIA LIMITED	83
3.1 LA ENTRADA DE PETROMINERALES A LA BOLSA DE VALORES.....	83
3.2 SELECCIÓN DE LA BOLSA DE VALORES	85
3.3 VALORACIÓN DE PETROMINERALES COLOMBIA LIMITED	90
3.3.1 Tasa de Descuento.....	90
3.3.2 Flujos de caja.....	103
3.4 VALORACIÓN RELATIVA	107

3.5 PROSPECTUS.....	109
ANEXO A. CRITERIOS DE DESEMPEÑO PARA COMPAÑIAS PETROLERAS ...	128
ANEXO B. SECUENCIA CRONOLOGICA DEL IPO DE PETROMINERALES.	131
ANEXO C. FLUJOS DE CAJA UTILIZADOS PARA LA VALORACION.....	137
ANEXO D. PROSPECTUS	140

LISTA DE TABLAS

	Pág
Tabla 1. Retornos asociados a diferentes tipos de negocios.....	50
Tabla 2. Rentabilidad anual de las compañías seleccionadas	80
Tabla 3. Resumen de los principales indicadores para el grupo de compañías seleccionado.....	82
Tabla 4. Comparación de mercados bursátiles mundiales	87
Tabla 5. Participación de fondos de pensiones en los mercados bursátiles.....	89
Tabla 6. Comparación de parámetros financieros tradicionales.....	109
Tabla 7. Comparación de parámetros técnicos.....	109

LISTA DE FIGURAS

	Pág
Figura 1. Comparación de valor accionario de petrobank con compañías similares.....	57
Figura 2. Indicadores de Callvalley (CVI-A.TO).....	60
Figura 3. Indicadores de Candax (CAX.TO).....	62
Figura 4. Indicadores de Ivanhoe (IE.TO).....	64
Figura 5. Indicadores de Nexen (NXY).....	66
Figura 6. Indicadores de PanOcean (POC-B.TO).....	68
Figura 7. Indicadores de Petrolifera (PDP.TO).....	70
Figura 8. Indicadores de Solana (SOR).....	72
Figura 9. Indicadores de Talisman (TLM).....	74
Figura 10. Indicadores de Transglobe (TGL.TO).....	76
Figura 11. Indicadores de Petrobank (PBG.TO).....	78
Figura 12. PIB bruto per capita vs. Capitalización del mercado.....	86
Figura 13. Estimación de Beta para varios horizontes de tiempo.....	95
Figura 14. Estructura de la Deuda y capital de Petrobank Energy.....	97

INTRODUCCION

El desarrollo acelerado de la tecnología y el crecimiento económico global ha impulsado la continua generación de proyectos a nivel de todos los sectores de la industria. Este aspecto ha alimentado significativamente el interés de las compañías en la búsqueda de nuevas fuentes de financiación para el desarrollo de proyectos que aseguren su supervivencia y además les permita nuevas oportunidades de crecimiento.

La teoría financiera indica dos esquemas principales de consecución de recursos que utilizan las compañías para adelantar sus proyectos de desarrollo. Una de ellas es el apalancamiento financiero a través de deuda con entidades crediticias o por medio de bonos, la cual tiene altas ventajas desde el punto de vista tributario pero que a la vez incrementa el riesgo de la empresa haciendo de la financiación a través de crédito una herramienta muy útil y valiosa pero limitada hasta ciertos niveles de endeudamiento.

El otro esquema de consecución de fondos es mediante la emisión de acciones o aportes de los socios, la cual aunque no tiene los beneficios tributarios de la deuda disminuye el riesgo por exposición crediticia de las corporaciones.

Para el caso en particular de las reestructuraciones de capital de las empresas se han planteado varias alternativas que el mismo mercado se ha encargado de ir desarrollando en la medida en que las compañías han acudido con más frecuencia a este tipo de operaciones y se ha dado a la vez un desarrollo acelerado de las diferentes mercados bursátiles.

El acceso a los mercados de capital se ha convertido en una de las principales fuentes de financiación de las compañías. Cuando una compañía decide incursionar en el mercado de capitales a través de la emisión de acciones, se somete a un proceso de reestructuración que implica desde cambios en su planta física y de personal hasta la creación de nuevas empresas desprendidas de la principal. En muchas ocasiones, aparte de la consecución de nuevos recursos, hay un interés adicional en hacer que el mercado reconozca el valor escondido que hay detrás de algún producto, servicio ó alguna división de la compañía. Este aspecto busca una creación de valor adicional para los socios.

La industria petrolera no escapa a esta tendencia que se ve aún mucho más alentada por la significativa alza de los precios que se ha registrado desde 2002 y que ha elevado la cotización del barril desde los 25 dólares por barril (U\$/bbl) hasta los 77 U\$/bbl que alcanzó en Agosto de este año, representando un incremento del 200% en un período de 4 años¹. Desafortunadamente, los recursos de capital que demandan los proyectos de exploración y explotación petrolera

¹ Chávez Coca Mónica, Impacto económico del alza del precio internacional del petróleo. 2005, pg. 21. www.Monografias.com

están muy por encima de los requerimientos promedio de la industria y como tal el acceso a nuevas fuentes se sale de los estándares que manejan numerosas industrias.

En Colombia el acceso a los mercados de capitales aún se encuentra en una etapa muy temprana, su desarrollo ha sido bastante lento y aún cuando existen las condiciones de crecimiento para generar la creación de nuevas empresas y proyectos, aún no existe la capacidad para satisfacer la demanda de la industria. La banca no tiene la capacidad para afrontar el financiamiento de grandes proyectos y el mercado de la bolsa, aún con el crecimiento acelerado de los últimos meses, se encuentra muy lejos de llegar a convertirse en una fuente de recursos para las grandes inversiones de capital que requiere la industria petrolera, estimados por lo general en el rango de decenas a cientos de millones de dólares.

Los dos aspectos anteriores, es decir la alta demanda de recursos y la falta de capacidad para satisfacerla, hacen que muchas compañías recurran a fuentes externas de financiamiento. El aspecto a decidir es si la nueva financiación se hará a través de deuda o de emisión de acciones, sin dejar de lado la posibilidad de vender algunas divisiones o líneas de producto no atractivas para la compañía.

Como parte del proceso de reestructuración y en su intento por entrar en el mercado de capitales, las compañías pueden optar por hacer una escisión completa o parcial de algunas de sus divisiones. La experiencia del mercado muestra que en la mayoría de los casos, se crea valor adicional para los

accionistas cuando se opta por cualquiera de estas dos alternativas. Cuando se decide vender a un tercero, se pierde todo el potencial de crecimiento de la división escindida y es el tiempo el que se encarga de demostrar este valor adicional que puede no haber sido reconocido por el mercado.

En los últimos años, cientos de corporaciones han utilizado los mecanismos llamados acciones de seguimiento o “Tracking stocks”, “carve out” y “spin-off”.

Ejemplos recientes de este tipo de reestructuraciones como el caso de Unocal que decidió realizar una escisión de sus unidades de producción de petróleo y gas en el occidente de Texas o como el de Canadian Pacific que hizo lo mismo con su división de producción de hidrocarburos, muestran el interés de empresas del sector en crear valor para sus accionistas permitiendo que estas subsidiarias o divisiones puedan explotar en su totalidad su verdadero valor, que en la mayoría de los casos no es reconocido como tal por el mercado.

Los “Tracking stocks” son una clase de acciones de la casa matriz que sigue el desempeño de una de sus divisiones o subsidiarias en términos de las ganancias. Son típicamente distribuidas como un dividendo a los accionistas de la casa matriz y pueden también tomar la forma de una oferta pública inicial (IPO). La actividad de este tipo de acciones, sin ser insignificante, no ha sido tan alta como la de las dos otras alternativas de reestructuración mencionadas.

Los “Carve out” de capital son una oferta pública inicial (IPO) de una porción de la subsidiaria. Usualmente la casa matriz mantiene una posición de propiedad mayoritaria. Este tipo de reestructuración ha asumido un papel muy importante en los mercados de capital en los Estados Unidos, llegando a representar un 10 por ciento de todos los IPO.²

Los “Spin-off” o escisiones ocurren cuando se entrega la propiedad entera de la subsidiaria como un dividendo a los accionistas. La actividad de los “spin off” ha sido muy significativa en los Estados Unidos. McKinsey Quarterly³ señala que “han encontrado que tales reestructuraciones pueden en efecto incrementar el valor para los accionistas si son llevadas a cabo en forma apropiada”.

Las ganancias en los precios de las acciones en los casos de reestructuración proviene de cambios significativos en aspectos tales como la cobertura que realizan los analistas de estas nuevas empresas, revelando un valor escondido de la compañía separada y que no había sido adecuadamente apreciado por el mercado, la atracción de nuevos inversionistas, mejoras en el desempeño operativo de la subsidiaria y en el gobierno corporativo así como incrementos en su flexibilidad estratégica⁴.

² Astler, Norm. Spinning in circles? Spin-offs and carve outs: The largest thinking on these forms of financial engineering. Higbeam Research, 2002.

³ Anslinger p, Klepper S. Breaking up is good to do. McKinsey Quarterly, 1999. Number 1, pp 16-27

⁴ Ibid., p.22.

La mejor cobertura de los analistas mencionada anteriormente se traduce en una mayor transparencia de la información y por tanto en mercados mucho más eficientes.

El caso de Petrobank Energy and Resources y Petrominerales Colombia LTD

Petrominerales Colombia Limited es una compañía 100% subsidiaria de Petrobank Energy and Resources, esta última basada en Calgary, Canadá. Inició labores en el país en el año de 2002 adquiriendo los derechos de explotación de producción de los campos Orito y Dina Terciarios, en los departamentos de Putumayo y Huila respectivamente.

Actualmente Petrominerales adelanta importantes proyectos de desarrollo en los dos campos mencionados en adición a doce nuevos contratos de exploración que ha suscrito recientemente con la Agencia Nacional de Hidrocarburos, convirtiéndose en una de las compañías con mayor extensión y número de áreas para la exploración de hidrocarburos en el país.

El ritmo de crecimiento de Petrominerales y las particulares condiciones de operación de la industria petrolera en el país y en todo el mundo hacen de esta situación un momento ideal para lograr el reconocimiento del mercado del pleno valor que encierra la compañía, al igual que para captar los cuantiosos recursos financieros que demanda la gran actividad a que Petrominerales se ha comprometido durante el último año.

Lo anterior, sumado al hecho de los buenos resultados de Petrobank en sus proyectos en Canadá, permitió visualizar este momento como una oportunidad sin igual para considerar una reestructuración corporativa que en definitiva tiene el objetivo único de crear valor para los accionistas.

Considerando los aspectos relevantes de cada una de las alternativas de reestructuración corporativa en el presente documento se revisan las diferentes estrategias aplicables al caso particular de Petrobank Energy and Resources Ltd., considerando tanto la situación actual de la corporación y los planes a futuro, así como las ventajas y desventajas de cada una hasta definir la estrategia que finalmente se seleccionó y todo el manejo dado hasta su debut en las bolsa de Toronto el día 29 de Junio del presente año.

El trabajo que implica el llevar a cabo una reestructuración es bastante dispendioso y estricto en términos de todas las regulaciones exigidas por las comisiones reguladoras del país o el estado donde se ejecute esta estrategia.

Dicho trabajo comenzó hace un año con la idea de lograr el reconocimiento del mercado al gran potencial de Petrominerales, dadas las condiciones ya mencionadas y el interés de capturar fondos del público para adelantar los ambiciosos planes de expansión en el país. El 29 de Junio, Petrominerales comenzó a figurar como compañía pública en la bolsa de Toronto con un valor de 3.75 dólares canadienses (CAND/Shr) y hasta la fecha ha logrado valores pico de hasta 4.95 CAND/Shr con un valor actual que oscila actualmente entre 4.1 y 4.2

CANS/Shr, representando un rendimiento del orden del 10% en sus primeros dos meses desde su incursión en el mercado público de valores.

Una serie de características tanto del entorno y del interior de la organización aportan los elementos fundamentales que ayudan a seleccionar la estrategia de reestructuración que más agregue valor para los accionistas.

Como aspecto principal a tratar en el desarrollo del presente trabajo se resaltan los diferentes esquemas de reestructuración teniendo en cuenta los proyectos y negocios actuales y potenciales de la firma así como sus necesidades de financiación hasta llegar a conducir la estrategia más adecuada y todo el proceso que se siguió hasta terminar con un resultado que en principio permite esperar un crecimiento significativo de la compañía en el país.

Los objetivos específicos del proyecto son:

- Definición del momento y situación ideales para la realización de la estrategia de reestructuración.
- Evaluación de los factores claves de éxito para que la estrategia de reestructuración agregue valor a la firma y por tanto a los accionistas.
- Determinación del mercado o mercados bursátiles más convenientes para la realización de la oferta pública inicial (IPO) de Petrominerales Colombia Limited así como de las condiciones y requerimientos necesarios para su ejecución.

Dentro de los principales resultados que se espera alcanzar mediante el desarrollo del presente proyecto están:

- Confirmar que efectivamente la estrategia definida de reestructuración genera valor agregado para los accionistas a partir de los elementos de análisis utilizados en el desarrollo del proyecto. En otras palabras, la suma de las partes por separado es mayor a que si estuviesen juntas.
- Una de las estrategias de reestructuración que más posibilidad de éxito tiene es la de combinar los “carve-out” con “spin-off”.
- Un comienzo exitoso de la oferta pública inicial (IPO) generará las bases necesarias para realizar una separación completa de la subsidiaria que en definitiva generará el mayor valor posible para los accionistas.
- Los mercados bursátiles internacionales no están restringidos a las grandes multinacionales. Compañías nacionales y/o con matriz extranjera con alto potencial, con altos grados de eficiencia operativa y un portafolio diversificado de proyectos pueden entrar en la competencia por los capitales extranjeros y así establecer las bases de un crecimiento sólido y exitoso.
- Confirmar que de acuerdo a una evaluación previamente realizada, los mercados bursátiles de Canadá, en particular a través de la bolsa de Toronto, proveen condiciones satisfactorias para el ingreso de compañías del tipo y tamaño de Petrominerales Colombia Limited.

Para el desarrollo de este proyecto se siguió la metodología expuesta a continuación:

- Se realizó inicialmente un marco teórico-conceptual acerca del tema de las reestructuraciones, que sirva de base para el desarrollo y análisis de este caso en particular.
- Se analizaron generalidades de casos similares de reestructuración del capital accionario en empresas petroleras y otras del sector real.
- Se consultaron numerosos artículos de reconocidas publicaciones tales como Forbes, News Week, McKinsey Quarterly, Cfonet, Smart Money, J Stor etc, para recopilar los elementos de análisis necesarios para su aplicación al caso concreto de Petrobank-Petrominerales Colombia Limited.
- Interacción permanente con los departamentos financieros tanto de la casa matriz como local y con analistas financieros en todos los aspectos de la reestructuración.
- Comunicación y retroalimentación periódica del asesor del proyecto.

El desarrollo total del tema se concentró en tres capítulos principales:

En el primero se discuten los aspectos principales relacionados con la reestructuración de las compañías en su intento de acceder al mercado de capitales, pasando por los aspectos más relevantes a la hora de hacer una oferta pública inicial.

En el segundo capítulo se discuten brevemente los resultados de compañías que han hecho reestructuraciones similares, listando sus acciones a través de una

bolsa de valores mediante un proceso de IPO. Este punto será determinante a la hora de comparar el precio de sus acciones contra el escenario posible de precios que se dio en el momento del IPO de Petrominerales y de las cotizaciones actuales que se registran para la compañía.

En el tercer capítulo se aborda el tema en particular de Petrominerales, pasando por el entorno corporativo, la decisión de realizar la reestructuración en la forma como se dio y todo el proceso hasta lograr listar la compañía en la bolsa de Valores de Toronto.

La última parte se enfoca en el análisis de resultados y conclusiones sacadas de la experiencia del proyecto de reestructuración de Petrominerales.

1. ESTRATEGIAS DE REESTRUCTURACION DE COMPAÑIAS

1.1 REESTRUCTURAR UNA COMPAÑÍA

La reestructuración financiera de una compañía consiste en una modificación significativa hecha a la deuda, las operaciones o la estructura de una compañía. Esta reestructuración puede ser voluntaria o involuntaria.

En muchas ocasiones las compañías se reestructuran debido a problemas internos para cumplir con sus compromisos financieros, buscando consolidar y renegociar nuevos términos para sus deudas. Este tipo de reestructuración involuntaria se caracteriza por la existencia de presiones externas para el cumplimiento de compromisos previamente adquiridos.

En el caso de reestructuraciones a voluntad de la compañía, se busca crear valor para los accionistas y no solamente salir de un problema financiero. Este es el tipo de reestructuraciones que se desea analizar en el desarrollo de este proyecto. No obstante, cualquier tipo de reestructuración puede llevar a cambios sustanciales en la estructura y la forma como la empresa realiza sus operaciones.

1.2 RAZONES PARA REESTRUCTURAR UNA COMPAÑÍA

Existen ciertas razones por las cuales una compañía decide voluntariamente llevar a cabo un proceso de reestructuración. Entre estas están la ganancia de eficiencia, sub-valoración y efectos de información, transferencia de riqueza y razones tributarias⁵.

1.2.1 Ganancia de eficiencia y re-enfoque.

Una operación en particular puede representar mayor valor para alguien más que para la misma empresa. Mediante sinergias, como en una fusión, el total es más grande que la suma de las partes. En una separación, puede ocurrir una sinergia inversa, de tal forma que las partes por separado representan más valor que como un todo.⁶

Una razón para separarse total o parcialmente es un cambio estratégico en la compañía. Periódicamente las compañías revisan su portafolio y re-definen los negocios en los que deben estar. Dentro de las consideraciones estratégicas para tomar estas decisiones están las capacidades internas (gente, capital, planta y equipo), el mercado externo y la competencia. Todos estos aspectos suelen cambiar continuamente con el tiempo y esto genera la necesidad de realineamiento estratégico que normalmente los CEO's aluden como razón para la reestructuración.

⁵ Van Home, James C. Financial Management and Policy, Prentice Hall, 11th edition, 1998 pg. 621

⁶ Ibid., p.621

1.2.2 Efecto de Información.

En muchas ocasiones existen asimetrías de información. La gerencia puede tener acceso a información que no es conocida por los inversionistas. En este caso el anuncio de una reestructuración puede ser interpretado como una mejora en la eficiencia operativa o como un cambio en la estrategia de inversión y como tal como una señal positiva que incrementa el precio de la acción. Por el contrario, si el anuncio se interpreta como la venta de una muy buena subsidiaria, la señal puede ser negativa.⁷

1.2.3 Razones tributarias.

Al igual que en las fusiones, en ocasiones entran a participar consideraciones respecto a impuestos a la hora de decidir si separar o no una división. Si una compañía ha tenido grandes pérdidas y le resulta imposible utilizar los beneficios tributarios de estas pérdidas hacia el futuro, una separación total o parcial es la única forma de materializar este beneficio tributario.⁸

1.3 CUANDO REESTRUCTURAR UNA COMPAÑÍA

Solo unas simples preguntas pueden ser una guía efectiva para determinar el momento en que una corporación debe desagregarse por medio de una reestructuración de capital. Desde luego, cada situación es diferente pero algunos de estos interrogantes son del siguiente estilo:

1.) La casa matriz y la subsidiaria operan en diferentes industrias?

⁷ Ibid., p. 621.

⁸ Ibid., p. 621

- 2.) Esta creciendo mucho más rápido o despacio la subsidiaria que la casa matriz?
- 3.) Los analistas mencionan rara vez el crecimiento futuro de la subsidiaria y las ganancias esperadas provenientes de los futuros proyectos?
- 4.) Se están perdiendo los gerentes de alto desempeño y el personal técnico clave hacia otras compañías o hay el peligro de que esto suceda?

Una vez que una compañía ha determinado que es adecuado reestructurarse, debe identificar la mejor forma para hacerlo.

1.4 ESTRATEGIAS DE REESTRUCTURACIÓN

La reestructuración puede consistir en la venta o separación total o parcial de una compañía en su totalidad o de alguna de sus unidades de negocios, tales como una subsidiaria, una unidad menor o una línea de producto.

1.4.1 Escisiones o “Spin-off”.

Para estar en línea con la terminología tradicional, de ahora en adelante se hará referencia a esta estrategia como “spin-off”. Un “spin-off” ocurre cuando una compañía reorganiza sus negocios transfiriendo sus intereses de propiedad en una subsidiaria y sus responsabilidades a una compañía completamente nueva e independiente. La nueva compañía es una firma separada, que actúa por primera

vez como compañía pública en la bolsa y con una base de accionistas idéntica a aquella de la compañía original.⁹

La compañía original recibe todas las acciones emitidas de la nueva compañía en forma de un dividendo sobre una base proporcional. A su vez paga a sus accionistas un dividendo especial consistente en acciones de la nueva subsidiaria. Esta transacción es libre de impuestos y en ningún caso la casa matriz recibe ningún flujo de caja de la transferencia a la nueva firma. Los impuestos se generan en el momento en que el accionista vende las nuevas acciones.

Inicialmente los *“spin-off”* se hacían para separar subsidiarias de muy bajo desempeño pero se han convertido en una respuesta a la necesidad de desbloquear el valor escondido o no reconocido por el mercado de algunas subsidiarias o divisiones de la empresa original y a la vez de mejorar el desempeño de estas compañías en el mercado, llegando a mejorar también el desempeño de la empresa original.

Las nuevas compañías en promedio han sobrepasado el comportamiento promedio del mercado por lo cual los *“spin-off”* se han convertido en una estrategia muy utilizada para agregar valor hacia los accionistas, obligando al mercado a concentrarse en cada entidad resultante por separado.

⁹ Comell, Joseph W. Spin off to pay off, Investing in corporate divestitures, 2002. p.34.

La razón es que en la nueva compañía se crea una gerencia única y altamente enfocada en el nuevo negocio. Esto permite el logro de objetivos estratégicos, tales como el enfocarse en habilidades claves de la compañía y separar negocios apalancados de capital intensivo de divisiones de alto crecimiento. Esto, sumado a compensaciones basadas en acciones y opciones del nuevo negocio, sin duda constituye un incentivo para mejorar el desempeño.

1.4.1.1 Aspectos críticos a tener en cuenta durante un spin-off. Varios son los aspectos importantes a considerar:¹⁰

Distribución de Activos y Pasivos

- ✓ Que negocios y activos se moverán a la nueva compañía?
- ✓ Cual compañía se quedará con las oficinas y el equipo que actualmente comparten?
- ✓ Como se distribuirán los pasivos contingentes (impuestos, litigios, aspectos ambientales) que se relacionan con ambas compañías

Estructura de Capital

- ✓ Que impacto tendrá el “*spin-off*” sobre la deuda de la compañía?
- ✓ Que estructura necesitará la nueva compañía?

Aspectos gerenciales

- ✓ Quien gerenciará la nueva compañía?
- ✓ Que empleados irán a la nueva compañía?

¹⁰ Ibid., p.48.

- ✓ Tendrá la nueva compañía una compensación basada en opciones/acciones?
- ✓ Como se tratará el tema pensional?
- ✓ Requerirá la nueva estructura un serie de despidos?

Aspectos contables

- ✓ Se requieren cambios contables para el "spin-off"?
- ✓ Aspectos de la separación
- ✓ Como será la relación entre la firma original y la nueva firma?
- ✓ La compañía original prestará algún tipo de servicios a la nueva compañía durante el período de transición?

Aspectos de cumplimiento y aprobación

- ✓ Que tipo de permisos y autorizaciones regulatorias se requieren para el "spin-off"?
- ✓ Se requiere el voto de los accionistas?
- ✓ Será solvente la firma original después del "spin-off"?
- ✓ La operación será libre de impuestos?

Las estadísticas indican que después de los "spin-off" los accionistas obtienen ganancias significativas debido a retomos anormales de las acciones de la firma original que reflejan expectativas de los inversionistas de un mejor desempeño de cada compañía por separado.

En un estudio de 161 “*spin-off*” libres de impuestos en el período 1965 a 1990, se encontraron los siguientes resultados¹¹:

- 1.) Las firmas originales normalmente presentan desempeños pobres en las áreas objeto del “*spin-off*”. Después del “*spin-off*” su desempeño regresa a niveles promedio o superiores.
- 2.) Como compañías independientes actuando en el mercado de valores, las nuevas compañías presentan mejores niveles que el promedio en aspectos tales como ventas, ganancias antes de impuestos, gastos de capital etc.
- 3.) En el período de dos años antes del “*spin-off*”, la compañía promedio original se desempeña un 35% mejor que el promedio, indicando esto que ya está comenzando a realizar actividades de reestructuración.
- 4.) Después de los “*spin-off*” tanto las acciones de la firma original como de la nueva se desempeñan mejor que el promedio del mercado. Esto, para el caso de las nuevas compañías, puede ser el resultado de un proceso más descentralizado y un equipo gerencial más enfocado, con responsabilidades concretas en la nueva organización y con un sistema de compensación basado en acciones u opciones que le permita gozar proporcionalmente del esfuerzo realizado.

1.4.1.2 Porque ocurren los “*spin-off*”? Los mejores “*spin-off*” ocurren cuando una compañía de buen desempeño pero de actividad diferente o en otra ubicación

¹¹Comell, Joseph W. Spin off to pay off, Investing in corporate divestitures, 2002. p.62.

geográfica a la de la firma original no es justamente valorada por el mercado. Se espera por tanto que una vez independiente, reciba la valoración adecuada.

Los “*spin-off*” de baja calidad son más frecuentes que los de buena calidad. En estos, la subsidiaria presenta problemas de desempeño que la firma original ya no está dispuesta a seguir soportando y que pueden estar afectando los resultados globales de la corporación. Tales problemas incluyen demandas, problemas ambientales, mercados maduros ó decadentes y una historia general de pobre gerenciamiento de la firma. Otras razones son:

Financiamiento de Capital. Una de las razones citadas para realizar un “*spin-off*” consiste en la necesidad de la firma original de valorizar sus acciones a un precio mayor que el actual del mercado. Desde luego, esto debe estar acompañado de una oferta de acciones para obtener capital adicional e invertirlo en el desarrollo del negocio.

Alivio Regulatorio. El “*spin-off*” puede ser una condición para la adquisición de una nueva compañía. Aunque nunca públicamente aceptado, puede ayudar a disminuir ciertas restricciones en la realización de algunas operaciones de adquisición.

Financiamiento de Deuda. Si la calificación de la firma original para propósitos de acceso a crédito es negativamente afectada por la relación con la subsidiaria,

siempre será deseable segregarla de la corporación para mejorar las oportunidades de acceso a nuevos capitales.

Ajuste y Enfoque. Este propósito frecuentemente involucra la identificación de un negocio que no es clave para la organización y por el cual se cree que la gerencia esté perdiendo el enfoque. En estos casos tiene sentido hacer un “*spin-off*” si:

- 1.) Si el negocio no comparte la misma tecnología de base, ni los mismos objetivos de investigación y desarrollo.
- 2.) Si el negocio tiene diferentes esquemas de distribución y mercadeo.
- 3.) Si el negocio requiere de diferentes relaciones de deuda a capital para competir en su grupo de industria.
- 4.) Si el “*spin-off*” proveerá a los inversionistas de una forma clara de valorar los negocios individuales.

1.4.1.3 Porque las compañías escindidas son subvaluadas?

1.) Cambios rápidos en la propiedad. Hay una serie de efectos estructurales que generan una tendencia a la venta de las acciones de las nuevas compañías. Los nuevos dueños de acciones que no esperan tenerlas por largo plazo es una fuente de esta presión a la venta.

2.) Información Inadecuada o Parcial: Algunas veces la empresa escindida es poco conocida debido a que la casa matriz es la que realmente se conoce en el mercado. Esta información incompleta junto con la poca información que los

gerentes dan acerca del desempeño de la nueva compañía es una razón para que haya poca investigación y seguimiento por parte del mercado haciendo que haya una subvaloración de la empresa.

3.) Pronósticos inciertos de ganancias: Debido a que muchas de las empresas escindidas presentan un desempeño bajo respecto al mercado, algunas veces existe bastante incertidumbre con relación a los gastos de la nueva empresa y por tanto sus ganancias, así como también falta de información de empresas similares para hacer comparaciones con el mercado.

1.4.1.4 Spin off corporativos. Una tendencia que se impone con bastante fuerza durante los últimos años es la descomposición de grandes conglomerados en sus unidades básicas de negocios sobre la creencia de que su tamaño y diversidad les impiden ser competitivas en el mercado. En el período entre 1988 y 1994, las reestructuraciones corporativas mediante “spin-off” pasaron de un 10 a un 26% en uno de los mercados más competitivos del mundo como es el norteamericano. En 1995, se realizaron cerca de 82 “spin-off” con valor de U\$48 billones, casi duplicando los 48 “spin-off” de 1994 por un valor de U\$27 billones¹². La estadística descendió notablemente hacia finales de los noventa en el número de “spin-off” de compañías grandes pero se observa un comportamiento importante en compañías de mediano y pequeño tamaño que utilizan esta estrategia de reestructuración.

¹² Astler, Norm. Spinning in circles? Spin-offs and carve outs: The largest thinking on these forms of financial engineering. Higbeam Research, 2002.

Es importante mencionar que el mercado normalmente asigna un mayor valor precio/ganancia a compañías enfocadas en un tipo de negocio, resultando en una mayor valoración de las compañías que se reestructuran.

1.4.1.5 Ventajas en Impuestos. Un “spin-off” puede ser una forma de incrementar el valor de una corporación aprovechando los beneficios tributarios que existen para tal fin, representando un gran ahorro en impuestos en comparación con una venta directa de la subsidiaria, siempre y cuando se distribuya como mínimo un 80% de los activos y del control de la subsidiaria para que la transacción sea libre de impuestos. De esta manera los “spin-off” son la forma más eficiente desde el punto de vista de impuestos para separar una división.

Para que la transacción sea completamente libre de impuestos la administración de impuestos en los Estados Unidos, así como en Cabaá impone que la compañía escindida haya estado en el negocio por lo menos 5 años, siendo un requerimiento la presentación de los estados financieros de los últimos tres años¹³

Con el fin de ejecutar un “spin-off” eficientemente hay una serie de reglas que se deben seguir para asegurarse que la subsidiaria será capaz de operar independientemente, que la transacción será libre de impuestos y que se satisfacen los requerimientos de reporte financiero. Se debe tener cuidado especial con la estructura de capital, las reglas de la administración (para el caso de los Estados Unidos la IRS), la distribución de costos y deuda.

¹³ Frieswick, Kris. Spin Control- Spinning off your E-Business? Cfonet, CFO Magazine. May, 2000. P.6

De acuerdo a los requerimientos de la IRS, la escisión debe soportarse sobre la base de los beneficios que traerá para el negocio corporativo en términos por ejemplo de una mayor eficiencia en las operaciones, ahorro de costos, mejoramiento del enfoque gerencial etc. La casa matriz debe controlar el negocio de la firma escindida

En general un “spin off” tiene más probabilidades de éxito si prevalecen las siguientes condiciones:

- La casa matriz ya no está en posición de crear el mayor valor desde su propio negocio, a través de sus habilidades, sistemas o sinergias. En otras palabras, ha dejado de ser el dueño natural del negocio.
- Hay un conflicto de intereses estratégicos entre la casa matriz y la subsidiaria.¹⁴

1.4.2 “Equity Carve Out”.

Un “Carve-out” es una forma de reestructuración intermedia entre un “spin-off” y una venta total de una unidad de negocios. A la vez que trae caja a la firma original también dispersa los activos y la propiedad en los activos a no dueños de la firma original.

¹⁴ Anslinger p, Klepper S. Breaking up is good to do. McKinsey Quarterly, 1999. Number 1, pp 16-27

En un "Carve-out" se ofrece una porción normalmente pequeña, de las acciones de la subsidiaria al público, mediante una Oferta Pública Inicial (IPO). Los "Carve-out" son frecuentemente un paso intermedio antes de hacer un "spin-off" total y son normalmente una buena forma de recibir flujos de caja. Un beneficio es que establece prepara al mercado para un "spin-off" total.

En los "Carve out", usualmente la casa matriz mantiene una posición de propiedad mayoritaria. Este tipo de reestructuración ha asumido un papel muy importante en la actividad de capital en los Estados Unidos, llegando a representar un 10 por ciento de todos los IPO.¹⁵

Un "Carve out" en el que la casa matriz retiene la propiedad mayoritaria es apropiado cuando ocurren principalmente las siguientes circunstancias:

- Cuando la casa matriz o la subsidiaria necesitan mejor acceso a capital.
- Cuando se requiere desarrollar poder de decisión en las personas que mejor conocen la compañía, en este caso la subsidiaria.
- Cuando las subsidiarias pueden ser fácilmente separadas sin problemas relacionados con precios de transferencia¹⁶.

¹⁵ Anslinger p, Klepper S. Breaking up is good to do. McKinsey Quarterly, 1999. Number 1, pp 16

¹⁶ Ibid., p. 16.

1.4.3 Liquidación de la firma total.

La decisión para vender completamente una firma debe estar fundamentada en la creación de valor para los accionistas. Si la situación no involucra alguna quiebra, la idea es que el valor de los activos es mayor si se liquidan que lo que sería el valor presente de los flujos de caja esperados del proyecto. Desde luego, no se ve que haya un potencial importante por explotar y en estos casos la mejor alternativa es la venta total. Para liquidaciones voluntarias de compañías enteras, los resultados de varios estudios muestran que se observa un retorno anormalmente alto hacia los accionistas cuando se hace el anuncio público de la venta. Este retorno está en promedio en el 15%.¹⁷¹⁸

Separar una subsidiaria vendiendo todas o la mayor parte de sus acciones al público es una técnica relativamente poco frecuente para reestructurar compañías con negocios variados. Esto debido a los costos y tiempo involucrados en el proceso de preparar el IPO y presentarlo ante las autoridades de la bolsa de valores correspondiente.

1.4.4 Venta Parcial.

En el caso de una venta parcial, la compañía recibe efectivo o acciones. Se mantiene la misma consideración del punto anterior en el sentido que el valor de

¹⁷ Han Kim, E and Schatzberg, John D., Voluntary Corporate Liquidations. Journal of Financial Economics, 19. december, 1987. Pag. 311-28.

¹⁸ Van Horne, James C. Financial Management and Policy, Prentice Hall, 11th edition, 1998 pg. 623

esta caja o acciones recibidas es mayor que el valor presente de los flujos de caja esperados si la operación continuase de la misma manera.

1.4.5 Split – off.

En este tipo de reestructuración, el inversionista debe decidir entre la nueva compañía y la original. Ocurre cuando una compañía desea separarse de una filial y ofrece a sus accionistas acciones en la subsidiaria a cambio de acciones en la firma original. Si se distribuye más del 80% de las acciones de la subsidiaria, la operación es libre de impuestos. Para incentivar la operación, se ofrecen acciones en la subsidiaria cuyo valor es mayor que el de las acciones de la firma original que se están intercambiando.

1.4.6 Acciones de seguimiento (Tracking stocks).

Se crean este tipo de acciones para hacer un seguimiento del comportamiento de una o más de sus subsidiarias, cuando el mercado de valores no reconoce el valor real de dichas compañías debido a que es a la casa matriz a la que normalmente los accionistas están dispuestos a valorar.

Existen algunos beneficios de estas acciones objetivo en comparación de los *"spin-off"*. En primer lugar siempre se trata de una operación libre de impuestos y en segundo lugar si alguna de la partes presenta pérdidas, las ganancias de una

puede compensar por las pérdidas de la otra pues no requiere una separación legal de los activos o pasivos.

Este tipo de acciones representa un interés en la compañía objeto de la operación más no intereses de propiedad directa sobre ella. Se requiere la preparación de estados financieros para cada negocio objetivo de acuerdo a las GAAP (Normas Generales de contabilidad aceptadas).

Son típicamente distribuidas como un dividendo a los accionistas de la casa matriz y pueden también tomar la forma de una oferta pública inicial (IPO). La actividad de este tipo de acciones, sin ser insignificante, no ha sido tan alta como el de las otras alternativas de reestructuración mencionadas.¹⁹

Tanto un “carve out” como un “tracking stock” pueden crear valor en las siguientes circunstancias:

- Cuando se requiere capital para adquirir otra compañía, en especial si esta no está interesada en las acciones de la casa matriz.
- Cuando la subsidiaria podría aprovechar la estructura de capital de la casa matriz para obtener préstamos a menores tasas.
- Cuando los márgenes de crecimiento de una subsidiaria están a la par o son mejores que los de sus competidores.

¹⁹ Anslinger p, Klepper S. Breaking up is good to do. McKinsey Quarterly, 1999. Number 1, pp 16-27

Los “tracking stocks” por sí solos son mejores que los “Carve out” y los “spin off” cuando:

- Cuando la casa matriz de la subsidiaria tiene pérdidas netas operacionales que pueden ser usadas para disminuir impuestos sobre utilidades.
- Si reestructurar parece ser atractivo, pero tanto la casa matriz como la subsidiaria comparten sinergias o sistemas de negocios similares²⁰.

1.5 GENERACIÓN DE VALOR EN UNA REESTRUCTURACIÓN

Las compañías que eligen reestructurarse normalmente tienen una meta en mente: Crear valor para los accionistas. Las ganancias en el precio de las acciones proviene de cuatro cambios principales²¹:

- 1.) Hay un incremento significativo en la cobertura que realizan los analistas, revelando un valor escondido de la compañía separada que no había sido adecuadamente apreciado por el mercado.
- 2.) Las subsidiarias reestructuradas normalmente atraen nuevos inversionistas.
- 3.) La reestructuración de la propiedad normalmente mejora el desempeño operativo de la subsidiaria a través de medios tales como nuevos incentivos para la gerencia. La nueva estructura puede indicar claramente a los inversionistas, los gerentes y los empleados que el desempeño, la propiedad, el riesgo y las recompensas están todas relacionadas.

²⁰ Anslinger p, Klepper S. Breaking up is good to do. McKinsey Quarterly, 1999. Number 1, pp 16-27

²¹ Ibid., p.24.

4.) La reestructuración puede mejorar el gobierno corporativo e incrementar la flexibilidad estratégica. La reestructuración de la propiedad permite a una compañía profundizar los niveles de responsabilidad dentro de la organización, resultando normalmente una mejora en el desempeño operativo.

1.6 PREOCUPACIONES USUALES QUE GENERA LA REESTRUCTURACIÓN

1.6.1 Estabilidad.

En el caso de “Tracking stocks” y “Carve out” las compañías han expresado sus preocupaciones de que las subsidiarias se vuelvan objeto de tomas hostiles o de que los analistas ejerzan presión para que se lleve a cabo un “spin off” completamente.

La historia es muy parecida tanto para “Carve out” como para “Spin-off” en el sentido de que la inmensa mayoría de las subsidiarias reestructuradas después de cinco años siguen como compañías independientes en el mercado accionario.

1.6.2 Aumentando los costos y la complejidad.

La gerencia de las compañías que contemplen una reestructuración por cualquiera de estos métodos debe considerar la mayor complejidad que trae consigo cualquiera de estas alternativas. Por un lado, la gerencia debe hacer mayores esfuerzos por comunicarse efectiva y consistentemente con cada grupo de

accionistas, es decir los antiguos accionistas de la casa matriz y el nuevo grupo de accionistas que viene del público en general.

En este aspecto, la necesidad de compartir recursos dentro de la nueva organización añade una nueva capa de complejidad. Por otra parte, la reestructuración de la propiedad también crea el potencial de conflicto de intereses entre las dos entidades, especialmente cuando existen aspectos regulatorios en las que ambas partes presentan posiciones diferentes.

Los costos de transacción es otro aspecto importante dentro de una reestructuración. Estos se ven aumentados como resultado de todo el proceso. Para reestructuraciones tipo “carve out”, se estima que pueden representar entre el 2 al 5% del valor total de la transacción. Para Los “Spin off” y los “tracking stoks” estos pueden ir del 2 al 3 %. Los primeros son más altos debido a que normalmente se realizan a través de un IPO y no de una distribución de acciones.²²

1.7 LA OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO)

Si la compañía decide acceder al mercado público de valores, como parte de la estrategia de reestructuración definida, debe realizar una serie de tareas para captar los recursos del público a través del proceso denominado Oferta Pública Inicial (IPO por sus iniciales en Ingles – “Intial Public Offering”).

²² Anslinger p, Klepper S. Breaking up is good to do. McKinsey Quarterly, 1999. Number 1, pp 16-27

Un IPO como tal es la primera venta de acciones de una compañía a los inversionistas públicos con el objeto de levantar fondos para satisfacer sus necesidades financieras.

Compañías que reestructuran su propiedad pueden con frecuencia mejorar el desempeño de sus unidades de negocios exponiéndolas al mercado y así atraer a una comunidad de analistas más enfocada así como nuevos inversionistas. En efecto, retornos anormalmente altos en promedio en IPO's en los Estados Unidos son del orden del 16%, en el Reino Unido, del orden del 11%, En Japón del orden del 32%, en Alemania del 21%, en Canadá del 9%.²³

Las nuevas emisiones de acciones se mercadean al público por medio de bancos de inversión, en los que se denomina el mercado primario. La compra y venta entre inversionistas de acciones que ya han salido al público ocurre en el mercado secundario, que se conforma por las bolsas nacionales y locales, el mercado "sobre el mostrador" y la negociación directas entre dos partes.

En los Estados Unidos hay 9 bolsas de valores principales. Dos de ellas son la bolsa de Nueva York (NYSE) y el "American Stock Exchange" (Aimex), ambas de carácter nacional y ubicadas en la ciudad de Nueva York. La mayoría de las otras se concentran en mercados más locales y algunas en productos particulares como

²³ Bodie, Svie, Kane Alex, Marcus Alan J. Essentials of investments, 2nd. Edition, 1995. page 56.

las opciones. En Canadá sobresale la bolsa de Toronto por la gran liquidez y número de compañías que allí están presentes.

En la bolsa de Nueva York se transan al rededor de 1700 empresas y se listan al rededor de 2000 ofertas por año. En el capítulo 3 se tratará de manera general el tema e los diferentes mercados financieros y los aspectos que hicieron que el IPO de Petrominerales se realizara en la bolsa de Toronto.

1.7.1 Compañías Privadas vs. Compañías Públicas.

Las compañías caen dentro de dos grandes categorías: públicas y privadas. Una compañía privada tiene pocos accionistas y sus dueños no tienen que revelar mucha información acerca de la compañía. Usualmente no es posible comprar acciones de este tipo de compañías y los dueños no están obligados a vender.

Las compañías públicas por el contrario han vendido al menos una porción al público y sus acciones se comercializan a través de una bolsa de valores. Las compañías públicas están sujetas a una serie de regulaciones muy estrictas. Deben tener una junta directiva y deben reportar la información financiera cada trimestre. En los estados Unidos, las compañías públicas reportan a la comisión de valores SEC (Securities Exchange Comisión). En otros países existen comisiones similares a la SEC que regulan la actividad bursátil de las compañías y las bolsas de valores. En Canadá este manejo se encuentra sectorizado por provincias como es el caso de la provincia de Ontario y de Alberta, donde la

“Ontario Securities Commission” y la “Alberta Securities Commission” son el ente regulador para cada una de estas provincias respectivamente.

Para un inversionista, el aspecto más interesante de una compañía pública es que sus acciones se comercializan en el mercado abierto, tal y como cualquier otro producto. No hay nada que alguien pueda hacer para prevenir que cualquier persona compre acciones si esta tiene el dinero para hacerlo.

1.7.2 Porque volverse pública una compañía?.

Normalmente una compañía que se vuelve pública consigue fondos en buena cantidad y abre las puertas a los inversionistas financieros:

- A causa del nivel de detalle con que se analizan, las compañías públicas pueden usualmente obtener mejores calificaciones cuando emiten deuda.
- En la medida en que haya demanda del mercado, una compañía pública puede siempre emitir más acciones. De esta forma, es más fácil realizar fusiones y adquisiciones porque las acciones pueden ser parte del negocio final.
- Estar en el mercado público significa liquidez. Esto hace posible implementar planes de acciones y/o opciones para los empleados, lo cual ayuda a atraer y retener talento clave.
- Estar en una de las bolsas de valores más importantes representa considerable prestigio para la compañía.

1.7.3 Valoración de una Oferta Pública Inicial.

El precio de un activo financiero en el mercado se fija por las fuerzas de la oferta y la demanda y las emisiones nuevas de acciones no son la excepción a esta regla, pues ellas se venden al precio que cualquier persona esté dispuesta a pagar por ellas.

Los mejores analistas son expertos a la hora de valorar acciones y si encuentran que una acción se está vendiendo por debajo del precio real, comprarán las acciones y las mantendrán en su poder hasta que puedan venderlas al precio justo o por encima de él. Por el contrario, si un analista encuentra que el precio de una acción está por encima de su valor real, procederán a hacer una venta en corto, anticipando la corrección del mercado en el precio de la acción.

En las ofertas públicas iniciales (IPO's), las acciones emitidas son nuevas en el mercado. Las compañías que emiten las acciones no han estado en el mercado público de valores y por tanto podrían en algunos casos ser objeto de un menor nivel de análisis que aquellas que han estado por mucho tiempo en las bolsas de valores. Algunas personas creen que la falta de un comportamiento histórico de las acciones provee una oportunidad de compra.

Otros piensan que debido a que los IPO's no han sido analizados todavía por el mercado, ellos son considerablemente más riesgosos que las acciones que tienen una historia y un comportamiento que analizar. Se pueden utilizar diferentes

métodos para analizar los IPO's, pero a causa de que las acciones no tienen un pasado demostrado, el uso de métodos convencionales puede ser un tanto engañoso.

Existen varios aspectos de importancia a la hora de analizar una compañía que desea ingresar al mercado público de valores, entre ellos están²⁴:

- 1.) Porque ha decidido la compañía volverse pública?
- 2.) Que hará la compañía con el dinero proveniente del IPO?
- 3.) Como es el panorama competitivo del mercado para los bienes y/o servicios que presta la compañía? Cual es la posición de la compañía dentro de este escenario?
- 4.) Cuales son los proyectos de crecimiento de la compañía?
- 5.) Que nivel de rentabilidad espera tener la compañía?
- 6.) Como es la gerencia de la compañía? La gente involucrada tiene experiencia en el manejo de una compañía pública? Tienen una historia de éxito en sus negocios? Tiene la suficiente experiencia y habilidades para manejar la compañía? La gerencia como tal posee acciones en la compañía?
- 7.) Cual es la historia operativa de los negocios?

Esta información y cualquier otra relevante debe estar disponible en forma pública. Después de leerla y analizarla, se debe estar en condición de hacer una

²⁴ Cornell, Joseph W. Spin off to pay off , Investing in corporate divestitures, 2002.

valoración de la compañía que junto con el número de acciones en venta debe dar como resultado el precio de la acción.

Este punto de referencia es muy importante pero también se debe analizar y comparar el comportamiento de compañías de características similares que también se han vuelto públicas para determinar si se justifica el IPO.

Mientras que muchas compañías son todavía propiedad privada, muchas compañías aspiran a convertirse en compañías públicas con el objeto de ganar otra fuente de fondos para sus operaciones.

Este proceso es muy intenso y se requiere el cumplimiento estricto de numerosas regulaciones. Mientras que el proceso formal para lanzar el IPO está bien documentado y como resultado es un proceso muy bien estructurado, el proceso de transformación por el cual una compañía pasa de ser privada a pública es mucho más complicado.

1.7.4 Etapas de transformación.

Una compañía pasa a través de un proceso de transformación de tres etapas: Una transformación pre-IPO, una fase de transacción y una fase de transacción post-IPO.²⁵

²⁵ www.investopedia.com.

1.7.4.1 La etapa de transformación pre-IPO. Puede ser considerada como una fase de reestructuración donde una compañía comienza el trabajo de fondo para convertirse en una compañía pública. Por ejemplo, dado que el propósito principal de una compañía es maximizar el valor para los accionistas, la compañía debe tener o contratar la gerencia adecuada para hacerlo.

Además, las compañías deben re-examinar sus procesos organizacionales y políticas y hacer los cambios necesarios para mejorar su transparencia y el gobierno corporativo. Más importante aún, la compañía necesita desarrollar un crecimiento efectivo y una estrategia de negocios que pueda convencer a los inversionistas de que es un negocio rentable y puede serlo aún más. En promedio, esta fase toma alrededor de uno ó dos años en completarse.

1.7.4.2 La fase de transacción. Usualmente toma lugar inmediatamente antes de que las acciones comienzan a venderse e involucra el alcanzar metas que mejoran la valoración inicial de la firma.

El aspecto clave en este paso es maximizar la confianza del inversionista y la credibilidad de la firma para asegurar que la emisión será exitosa. Por ejemplo, las compañías pueden escoger negociar con una firma de contadores y abogados de buena reputación para que se encargue de toda la documentación que debe presentarse a la comisión de valores correspondiente.

1.7.4.3 La fase de transacción post-IPO. Involucra la ejecución de las promesas y estrategias de negocios a las cuales la compañía se comprometió en las etapas anteriores. Las compañías no deben esforzarse por cumplir las expectativas, sino

que deben vencerlas. Aquellas que lo logran son usualmente recompensadas financieramente por sus esfuerzos en términos de una mayor valoración de sus acciones y desde luego mejores comentarios de los analistas.

Esta fase es típicamente muy larga porque este es el punto en el tiempo donde las compañías tienen que ir y probar al mercado que tienen un fuerte desempeño y que este va a durar en el tiempo.

1.7.5 Comenzando el proceso del IPO.

1.7.5.2 El proceso de “Underwriting”. “Underwriting”²⁶ es el proceso mediante el cual se consigue el dinero ya sea a través de deuda o de acciones. Cuando una compañía se quiere volver pública, la primera cosa que hace es contratar una banca de inversión, quienes realizan esta función. La firma emisora puede considerar soportar sus propias acciones durante el período de oferta pero esto no es muy común. Es muy probable que la firma emisora no tenga las conexiones y contactos en el mercado tan buenos como los puede tener el “*underwriter*”. Todo lo demás siendo lo mismo, la menor eficiencia como creador de mercado de la firma emisora requiere más capacidad financiera para soportar un precio dado que la que necesitaría un “*underwriter*”.

Se puede pensar en los “*underwriter*” como los intermediarios entre las compañías y los inversionistas públicos. Entre los mayores “*underwriter*” están: Goldman

²⁶ Debido a que no hay una traducción muy exacta al español, se utiliza este término a lo largo de todo el documento para indicar a los que de otra forma se llamarían “intermediarios”.

Sachs, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Lehman Brothers and Morgan Stanley.

El “*Underwriter*”

El banco de inversión debe fijar un precio lo suficientemente alto para que el emisor lo acepte y lo suficientemente bajo para que sea atractivo al mercado.²⁷

El sindicato es un grupo de “underwriters” que se crea para “flotar” o poner en el mercado una acción. La firma a cargo del sindicato se llama la firma líder. Después de completada la oferta y una vez se ha disuelto el sindicato, el líder del sindicato puede continuar actuando como un creador de mercado formal, participando en el mercado secundario.

Inicialmente, la compañía y el banco de inversión se reúnen para negociar el acuerdo. Dentro de las cosas más importantes que se discuten y acuerdan están el monto de dinero que se espera conseguir, el tipo de valores que se emitirán y todos los detalles del acuerdo de suscripción.

El acuerdo puede ser estructurado de varias maneras. Por ejemplo, en un acuerdo en firme, el “*underwriter*” garantiza que se conseguirá una cierta cantidad comprando la emisión completa y re-vendiéndola al público. En un acuerdo al

²⁷ Bbch, Ernest, Investment banking, 2nd edition, 1989 Dow Jones-Irwin, Homewood Illinois.

mejor esfuerzo, el “*underwriter*” vende los valores para la compañía pero no garantiza la cantidad de dinero que se conseguirá.

Normalmente los bancos de inversión son renuentes a cargar con el riesgo de las emisiones. Por esta razón forman un grupo o sindicato de “*underwriter*”, en el que uno de ellos adopta el papel de líder.

Una vez todas las partes se ponen de acuerdo, el banco de inversión prepara una declaración o registro para ser enviado a la comisión de valores. El documento contiene información acerca de la oferta así como de la compañía tal como los estados financieros, la experiencia de la gerencia, cualquier problema legal, los usos que se le va a dar al dinero y la propiedad accionaria de los miembros de la junta directiva y de la gerencia.

En ese momento, la comisión de valores requiere un período de espera, durante el cual ellos investigan y se aseguran de que toda la información material ha sido revelada. Una vez la comisión aprueba la oferta, se fija una fecha efectiva en la que las acciones serán ofrecidas al público.

Durante el período de espera mencionado, el “*underwriter*” prepara un documento conocido como el “Red Herring”. Este es el prospecto inicial que contiene toda la información acerca de la compañía a excepción del precio de la oferta y la fecha efectiva, las cuales no se conocen en ese momento. Con esto en mano, el “*underwriter*” y la compañía anuncian la oferta e incrementan el interés por ella.

Con el objeto de dar a conocer la oferta se programa lo que se conoce como un “road show” en el que se expone principalmente a grandes inversionistas institucionales los aspectos más importantes de la oferta.

En la medida en que la fecha efectiva se aproxima, el “*underwriter*” y la compañía acuerdan el precio al que se hará el lanzamiento. Esta no es una decisión fácil y depende de la compañía, el éxito del “road show” y más importante, las condiciones actuales del mercado.

Desde luego, es el interés de ambas partes el obtener tanto como sea posible y esto se logra con un adecuado balance en el precio de la oferta. Si el precio es muy elevado, es posible que no se despierte un interés suficiente de los inversionistas o que muchos potenciales inversionistas declinen sus aspiraciones de comprar las acciones de la nueva oferta. Si el precio es demasiado bajo, desde luego no se logrará cumplir con la meta de conseguir los fondos requeridos.

Finalmente las acciones son vendidas en el mercado y los fondos captados de los inversionistas y entregados a la compañía para el desarrollo de sus proyectos.

1.7.6 Aspectos clave de análisis por parte de los inversionistas.

Un inversionista analiza diversos aspectos cuando decide participar de un IPO²⁸:

1.7.6.2 Falta de Historia. En ocasiones es difícil analizar el comportamiento de las acciones de una compañía establecida. Es aún más difícil hacerlo en una

²⁸ www.investopedia.com

compañía que lanza su IPO, debido a que no existe historia de su desempeño. La principal fuente de información es el prospecto inicial, el cual es normalmente analizado con mucho detalle, especialmente en aspectos tales como la experiencia de la gerencia y los planes para el uso de los fondos.

1.7.6.3 El periodo de bloqueo. Si se el comportamiento de compañías que han sido objeto de IPO, hay un efecto fuerte de baja en el precio de las acciones después de un periodo de algunos meses desde el momento del lanzamiento de la oferta. Normalmente esto se debe a que existe un periodo de bloqueo en el que ningún empleado de la compañía puede vender sus acciones. Este período puede oscilar entre 3 a 24 meses, siendo 3 meses el mínimo establecido por la norma 144 de la SEC. Una vez cesa este período, la mayoría de quienes tienen acciones proceden a venderlas generando una presión notable a la baja sobre el precio de la acción.

1.7.6.4 “Flipping“. El término “flipping” se refiere a vender un buen IPO en los primeros días para generar una ganancia rápida. Las compañías quieren inversionistas de largo plazo que mantengan sus inversiones, no solo jugadores. No hay leyes que prevengan esto, pero podría afectar el ser tenido en cuenta para futuros negocios.

Desde luego, los inversionistas institucionales hacen esto todo el tiempo y ganan mucho dinero. No hay nada que pueda hacerse puesto que ellos tienen el poder

de compra. Como norma, es preferible no comprar acciones de un IPO si no se entra desde el comienzo puesto que su precio caerá tan pronto los grandes inversionistas vendan para generar sus ganancias.

1.7.6.5 La exageración. Es importante entender que los “underwriter” son en principio vendedores. El proceso total de la suscripción se exagera para obtener tanta atención como sea posible. Debido a que los IPO’s ocurren tan solo una vez en la vida de una compañía, se les presenta como una gran oportunidad de inversión. Desde luego, algunas acciones de IPO’s incrementan su valor significativamente y siguen subiendo pero muchas terminan vendiendo por debajo de los precios iniciales de la oferta dentro del primer año.

1.8 LA VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA

1.8.1 Valor intrínseco.

Los inversionistas siempre desearán una mayor tasa de retorno para inversiones percibidas como de alto riesgo. En la tabla 1, se observan los retornos promedio requeridos para diferentes tipos de inversiones:

Tabla 1. Retornos asociados para diferentes tipos de negocios.

Bonos del Gobierno de los Estados Unidos	7.0
Bonos corporativos Calificación “A”	8.0
Fondos mutuos de acciones industriales	14.0
Acciones de compañías biotecnológicas	20.0 - 22.0
Capital de compras apalancadas	30.0 - 35.0

(fuente: Hooke, Jeffrey C. Security analysis on Wall Street. A comprehensive guide to today's valuation methods. Wiley Frontiers in Finance. 1999. Pg. 249)

El riesgo de las inversiones puede ser medido y el precio determinado a partir del CAPM. En este, la principal medida es el Beta que mide la volatilidad histórica de la tasa de retorno de una acción en particular con el retomo histórico accionario representado por índices bursátiles locales o mundiales.

El enfoque del valor intrínseco se basa en la valoración de una empresa por medio de diferentes métodos que pretenden medir el valor de los negocios que lleva a cabo la compañía. Uno de los métodos más usados es el de los flujos de caja descontados a una tasa equivalente al promedio ponderado del costo de capital de la compañía. Este aspecto se discutirá en mayor detalle en el capítulo 3, cuando se analiza la valoración de Petrominerales.

1.8.2 El enfoque del valor relativo.

La tasa de retomo requerida de una acción se basa en un análisis relativo de los retornos que ofrecen otras inversiones que compiten con esa acción en particular, desde luego considerando los respectivos riesgos involucrados.²⁹

En adición a los enfoques clásicos del valor intrínseco de una acción, existe el enfoque del valor relativo. En lugar de una valoración basada en un flujo de caja descontado, el valor relativo toma los aspectos positivos y negativos de una acción

²⁹ Hooke, Jeffrey C. Security análisis on Wall Street. A comprehensive guide to today's valuation methods. Wiley Frontiers in Finance. 1999. Pg. 249.

y los evalúa contra aquellas acciones de características similares que caen dentro de la misma categoría de segmento de la industria. Los parámetros de la valoración son entonces comparados y contrastados³⁰.

1.8.3 Problemas del Valor relativo.

El principal problema es que este método no dice si la industria en general está siendo adecuadamente valorada o no. El segundo problema es que no existe un caso en el que la comparación sea absolutamente válida debido a que siempre hay condiciones y características diferentes entre las diferentes compañías a analizar.

Una forma adecuada de realizar una valoración para un IPO consiste en hacer la evaluación del valor intrínseco por el método convencional de flujos de caja descontado y también por el método del valor relativo. La idea es que ambos métodos deben dar valores dentro de cierto rango de aproximación. Si los valores son muy apartados, se deben revisar los supuestos fundamentales de cada modelo para entender las diferencias y ajustarlos hasta lograr un rango de aproximación aceptable. El proceso del lanzamiento del IPO de Petrominerales involucró el uso de los dos mecanismos y sus resultados se encuentran en el capítulo 3.

³⁰ Hooke, Jeffrey C. Security analysis on Wall Street. A comprehensive guide to today's valuation methods. Wilery Frontiers in Finance. 1999. Pg. 259.

1.8.4 Acciones de compañías de recursos naturales.

Las compañías de sectores industriales tradicionales como las manufacturas y los servicios compiten en una variedad de aspectos tales como precio, calidad, reputación, servicio, marca, tecnología y otras características determinantes de sus líneas de producto. Las compañías de recursos naturales en cambio, participan en mercados de bienes donde el producto básico es esencialmente el mismo, por ejemplo en este caso el petróleo. En estas compañías los aspectos mencionados anteriormente para los segmentos tradicionales de la industria, no juegan un papel significativo a la hora de hacer una valoración de una acción.³¹

Cuando se analiza el precio de la acción de una compañía de recursos naturales, se deben tener en cuenta cuatro aspectos principales:

1.) Evaluación de las reservas de la compañía:

Es el mayor componente del valor. Dependiendo del tipo de industria, la relación entre el valor de las reservas al precio de la acción se encuentra dentro de un rango. Para el caso en particular de la industria petrolera es común encontrar un rango entre el 50 al 80%. Las reservas de petróleo son como grandes inventarios de largo plazo, esperando producir ingresos, sin los costos tradicionales asociados a los inventarios comunes como por ejemplo son los costos asociados a almacenamiento y sin el riesgo de obsolescencia que puede existir en muchos otros productos o equipos.

2.) Valor de otros activos físicos

³¹ Ibid., p.341.

Los procesos de extracción, refinación y distribución del petróleo y de los productos asociados a este, representan unas inversiones cuantiosas de capital en forma de equipos, maquinaria e instalaciones. De otra parte, las áreas contratadas por una compañía para exploración, con un valor significativo, implican unos derechos de pertenencia sobre las reservas potenciales que allí se encuentren.

3.) Activos tangibles netos

De igual forma que en la contabilidad tradicional, se determinan sustrayendo a la suma de los valores de las reservas y los activos físicos, los pasivos.

4.) Habilidad de la gerencia para reponer e incrementar las reservas

Este aspecto no se refleja directamente sobre el valor mencionado en el punto anterior. Como en cualquier otra industria, las expectativas de supervivencia y crecimiento se basan en la capacidad de su gerencia para generar nuevas fuentes de ingresos, la industria petrolera también necesita una generación permanente de nuevas fuentes de ingreso mediante el reemplazo de las reservas consumidas en su actividad productiva. Es importante observar que normalmente las transacciones de acciones de una empresa de recursos naturales están por encima del valor de sus activos netos, indicando en parte la confianza de los inversionistas en las capacidades de la gerencia para encontrar nuevas reservas.

Este factor no es tenido en cuenta en los enfoques tradicionales del valor intrínseco (flujos de caja descontados) y del valor relativo. En el anexo A se muestra una tabla resumen de los principales aspectos a tener en cuenta cuando se analiza el desempeño general de una compañía petrolera. Todos esos aspectos inciden a en la apreciación que el inversionista tiene a la hora de decidir

la tasa de descuento que aplicará a los flujos de caja. Este aspecto es muy importante pues normalmente todo el cálculo de costo promedio ponderado de capital es solo una guía que ofrece un punto de referencia pero la tasa final aplicada depende de muchos otros aspectos que desvían el valor calculado de la tasa realmente aplicada.

2. ANALISIS DEL DESEMPEÑO HISTÓRICO DE SUBSIDIARIAS REESTRUCTURADAS

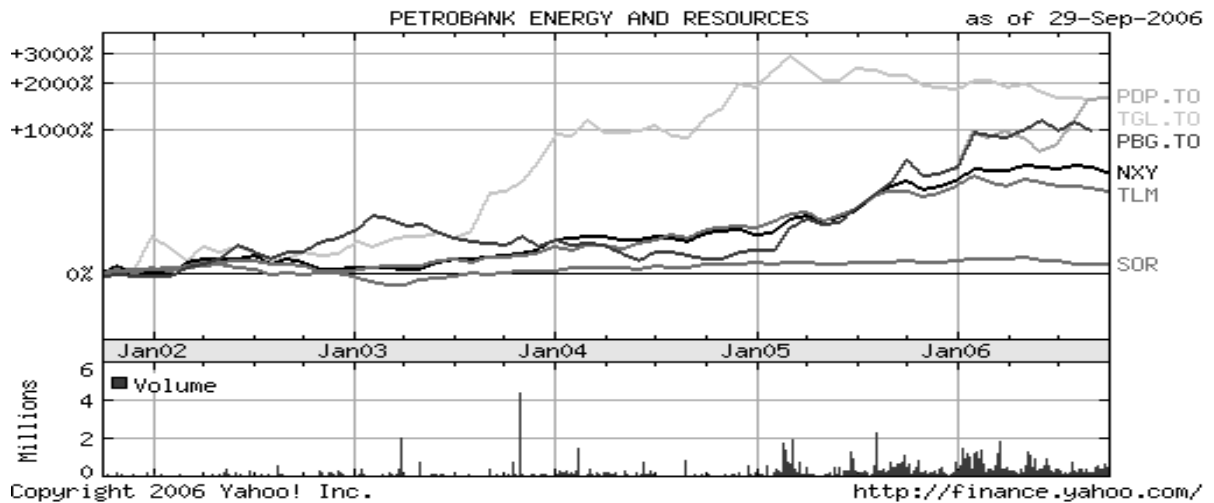
En el presente capítulo se describe brevemente el desempeño de un grupo de compañías petroleras de características similares a las de Petrobank Energy and Resources. Algunas de ellas han atravesado procesos de reestructuración incursionando en el mercado mediante un IPO, pero lo más importante es comparar su desempeño en general con el de Petrobank para tener un punto de referencia en el momento de llevar a cabo una valoración relativa como la indicada en el capítulo 2.

La muestra se determinó mediante la selección de compañías de mediano tamaño, denominadas en el mercado “mid size cap”, principalmente de origen canadiense y con negocios tanto en Canadá como en algunos otros países. También se buscó que fueran compañías con alto potencial de crecimiento debido a su portafolio de alternativas tanto de producción como de exploración.

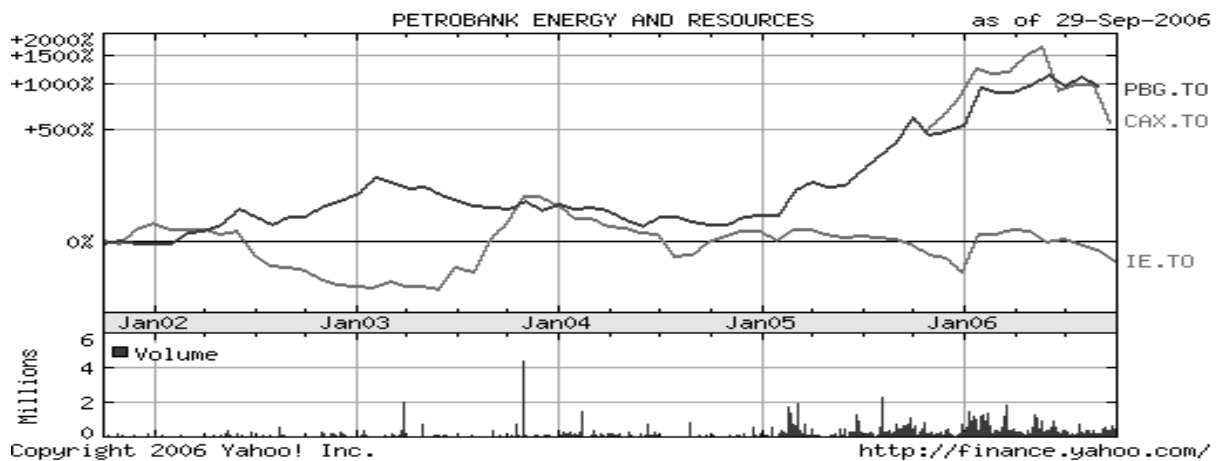
El grupo se compone de diez compañías a saber: Calvalley (CVI-A.TO), Candax (CAX), Ivanhoe (IE.TO), Nexen (NXY), Panocean (POC-B.TO), Petrolifera (PDP.TO), Solana (SOR), Talismán (TLM), Transglobe (TGL.TO) y por supuesto Petrobank (PBG.TO).

En la figura 1 observa la comparación del precio histórico de Petrobank contra el desempeño de las compañías mencionadas anteriormente.

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.



a.) Desempeño histórico de Petrobank (PBG.TO) comparado con Petrolífera (PDP.TO), TransGlobe (TGL.TO), Nexen (NXY), Talisman (TLM) y Solana (SOR).



b.) Desempeño histórico de Petrobank (PBG.TO) comparado con CANDAX (CAX.TO) y IVANHOE (IE.TO.)

Figura 1. Comparación de valor accionario de petrobank con compañías similares.

Es evidente que la mayor parte de estas compañías han tenido un éxito extraordinario en cuanto a la valoración de su acción se refiere, llegando a

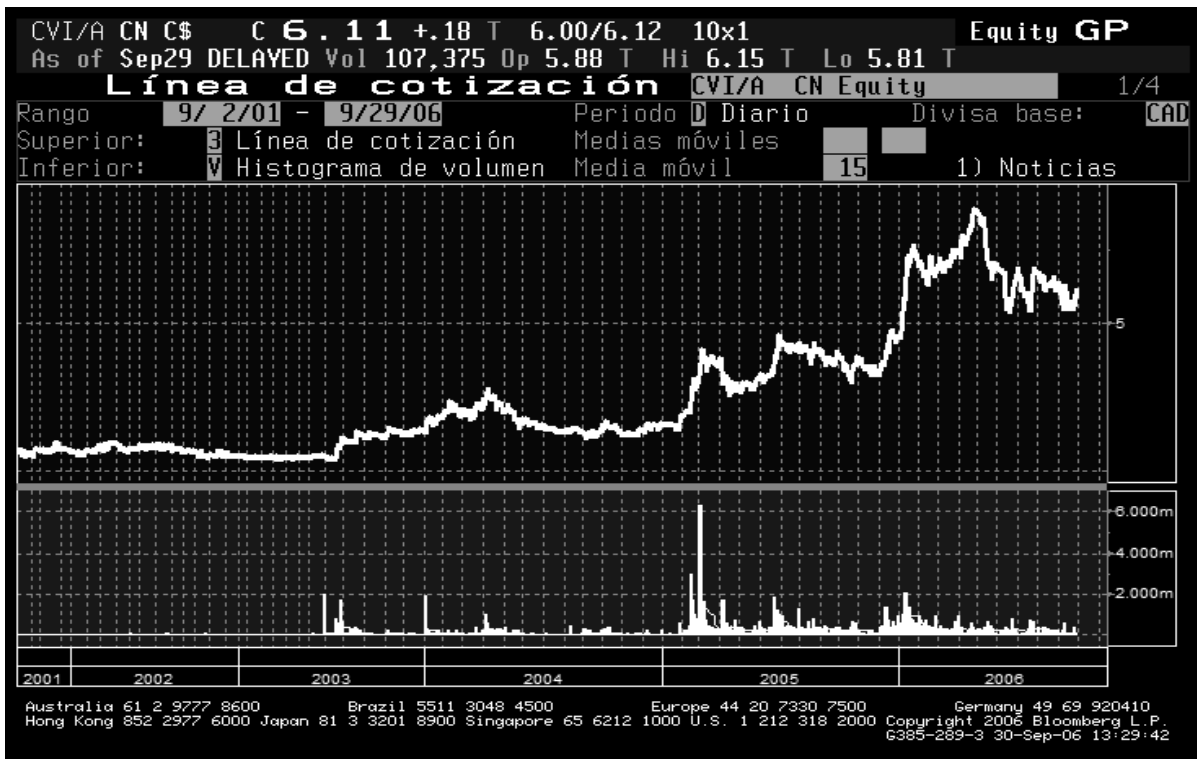
incrementar el valor hasta en 10 veces en un período de aproximadamente cinco años. Solamente Ivanhoe (IE.TO) y Solana (SOR) han mostrado crecimiento por debajo del promedio.

Este incremento significativo se ha visto alimentado por el alza en los precios internacionales del barril de petróleo y al éxito de estas compañías en sus campañas exploratorias y de producción locales así como en nuevos mercados.

Para entender un poco más en detalle el desempeño histórico durante los últimos cinco años de cada una de las compañías mencionadas anteriormente, se generaron una serie de gráficos que aparecen a continuación y que corresponden al valor histórico y volumen de transacciones, la comparación de rendimientos de la acción contra el índice de la bolsa de Toronto, un gráfico de rentabilidad total y el cálculo del factor Beta. Dichos gráficos se realizaron con la información disponible en el servicio Bloomberg³².

La razón del período de análisis de cinco años se debe a que este es el período más significativo dentro de la vida de Petrobank y como tal ofrece una base de comparación adecuada.

³² Servicio de información Bloomberg y www.bloomberg.com



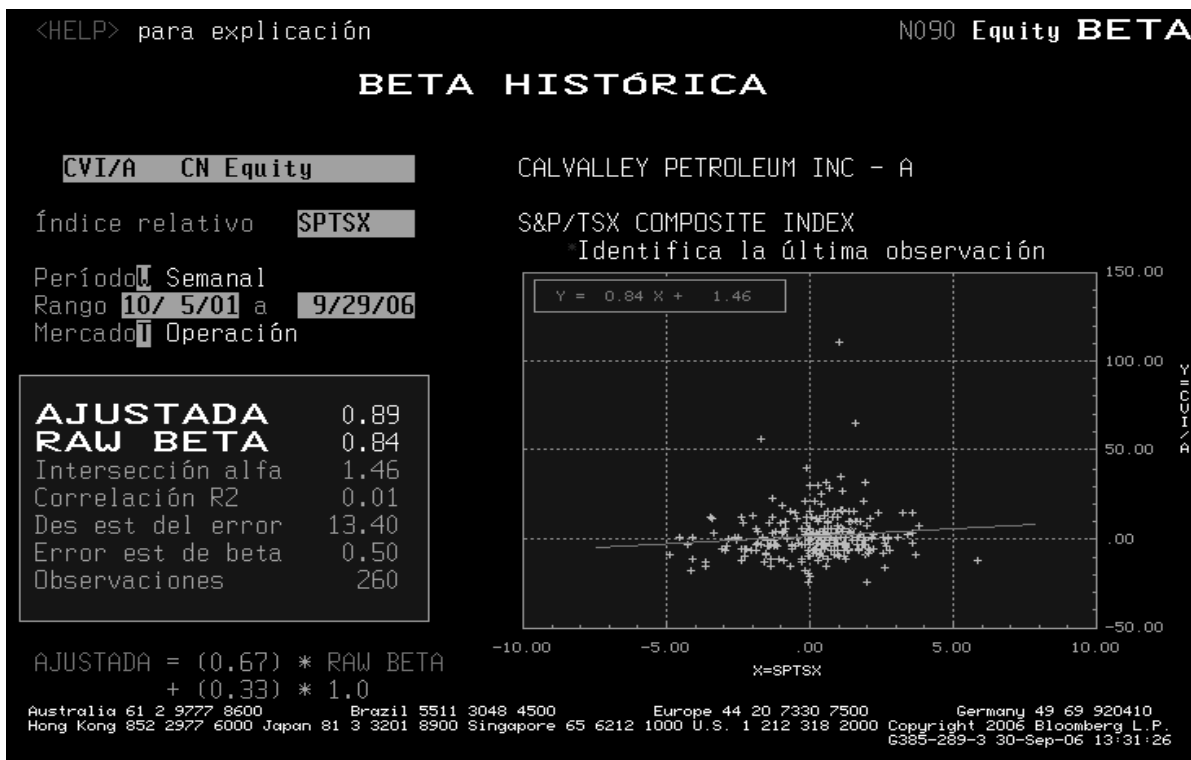
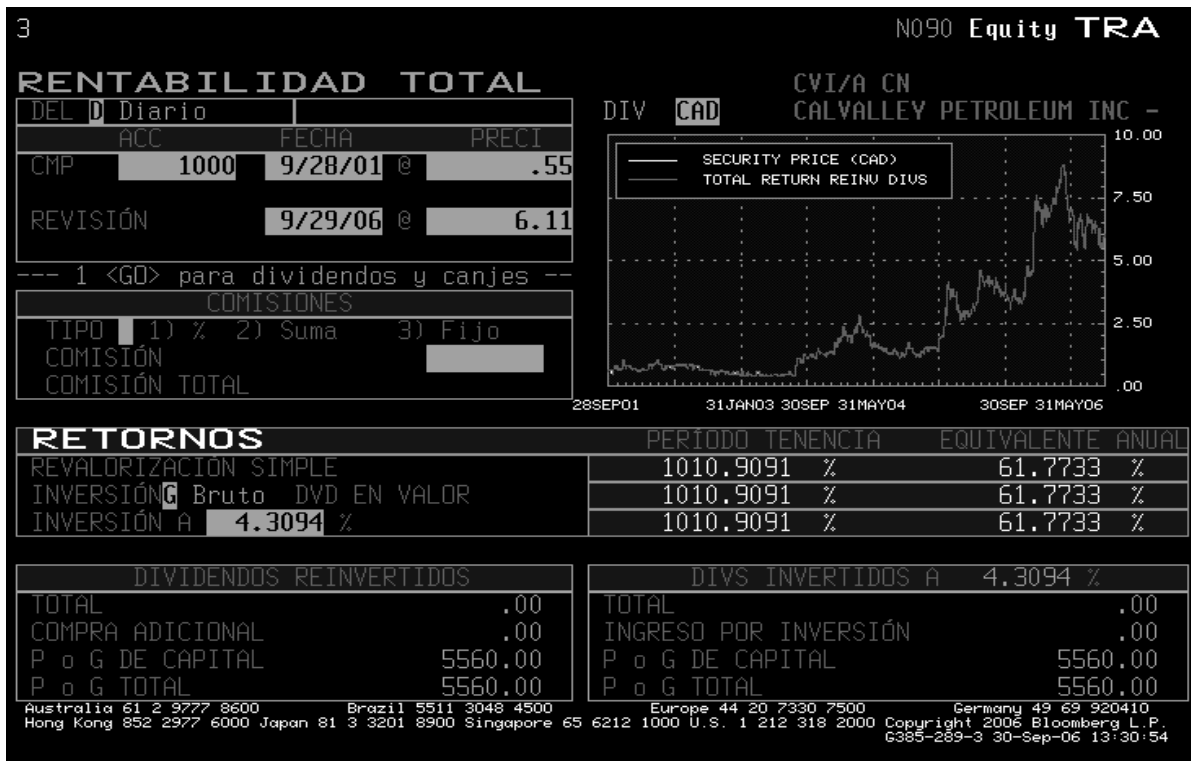
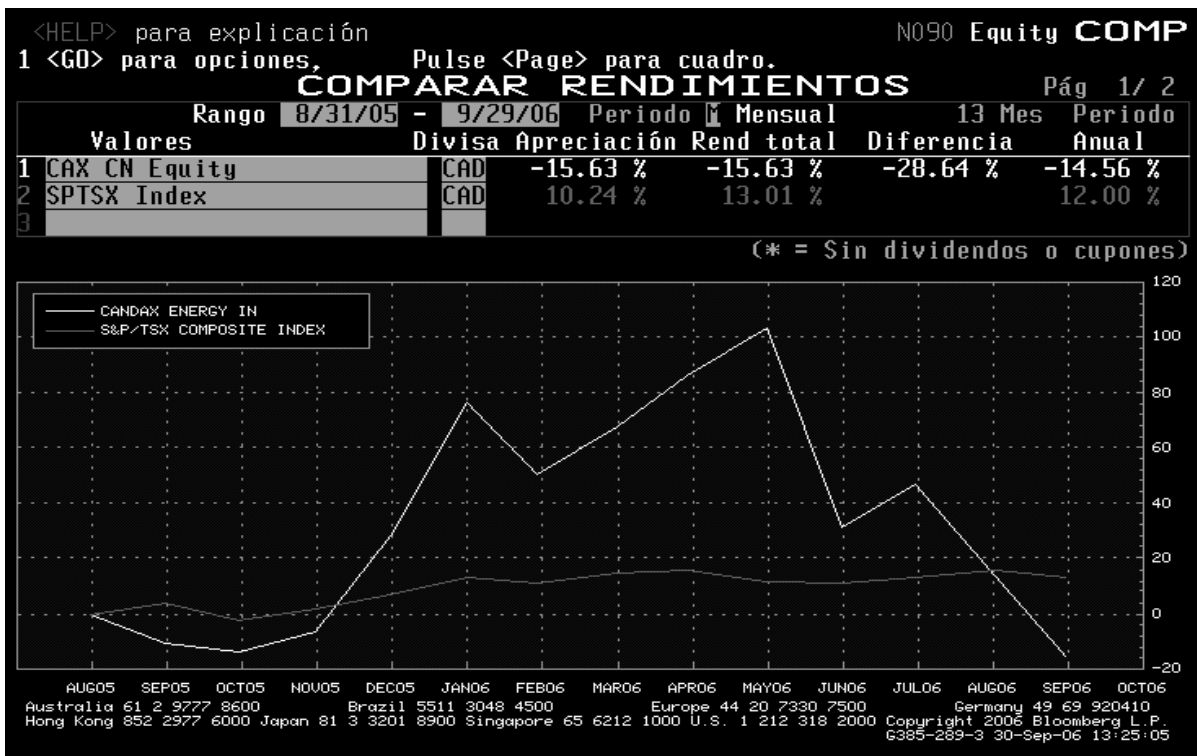
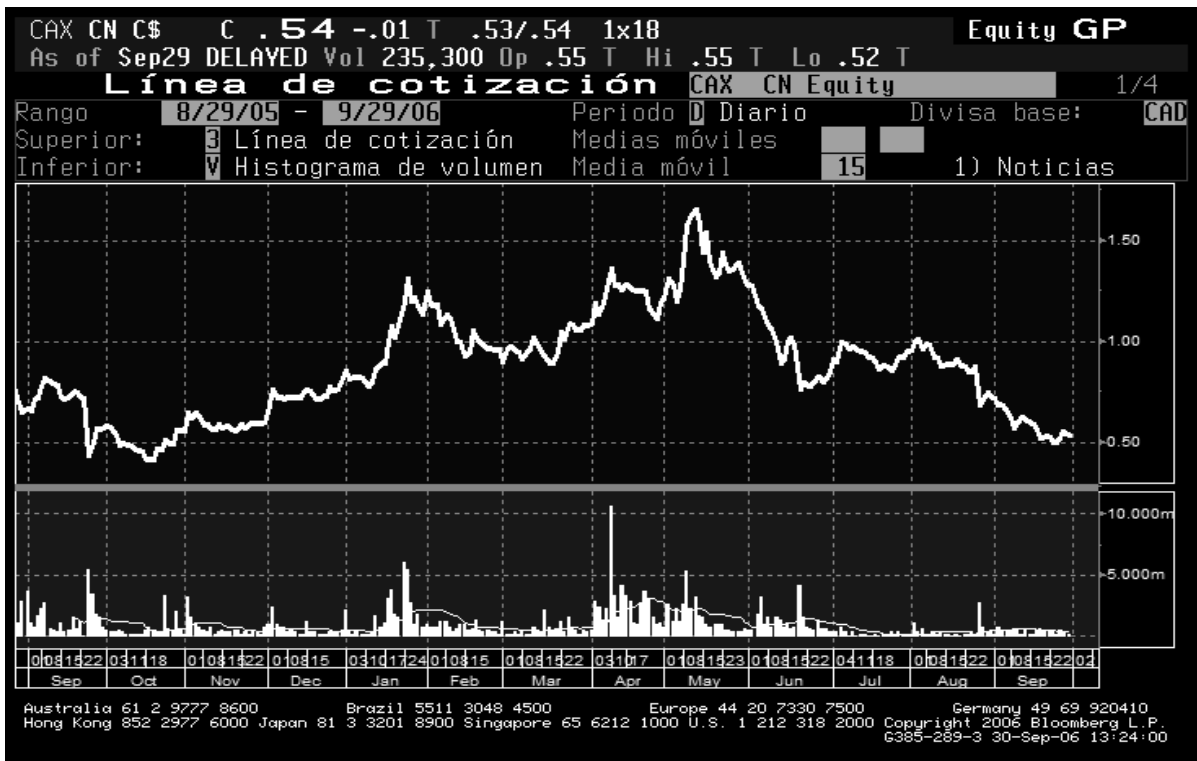


Figura 2. Indicadores de Callvalley (CVI-A.TO).



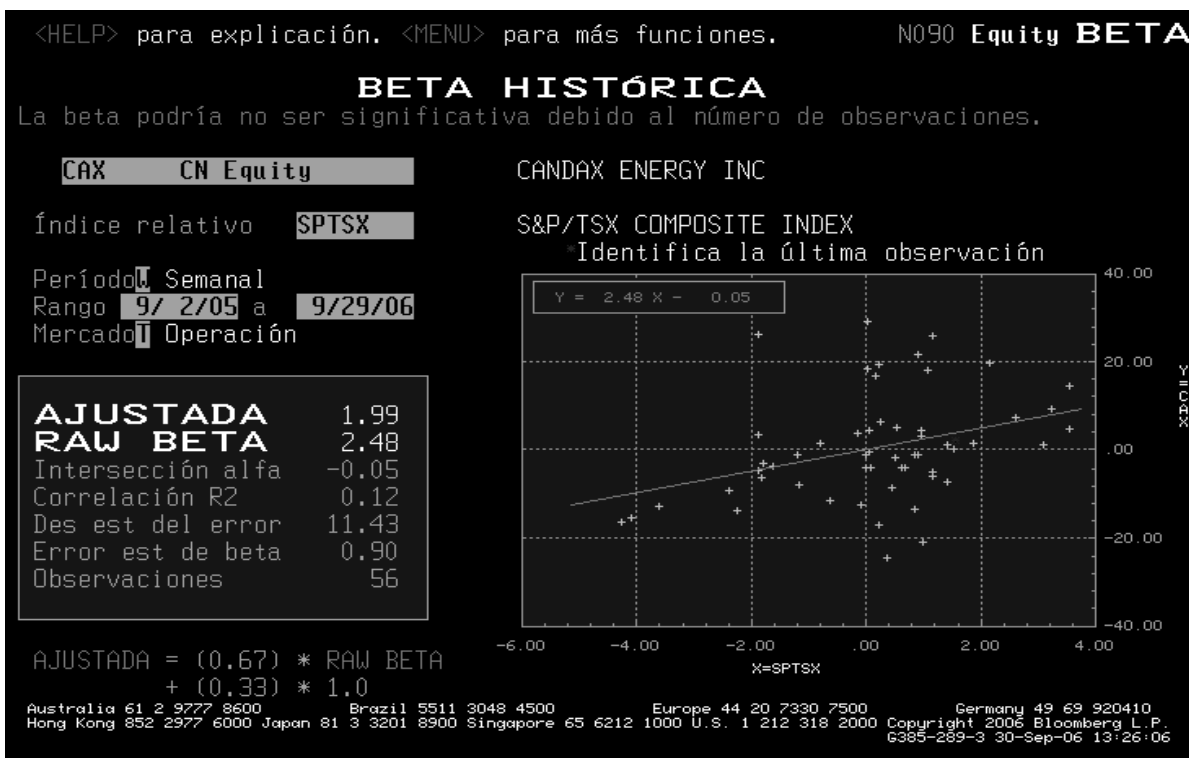
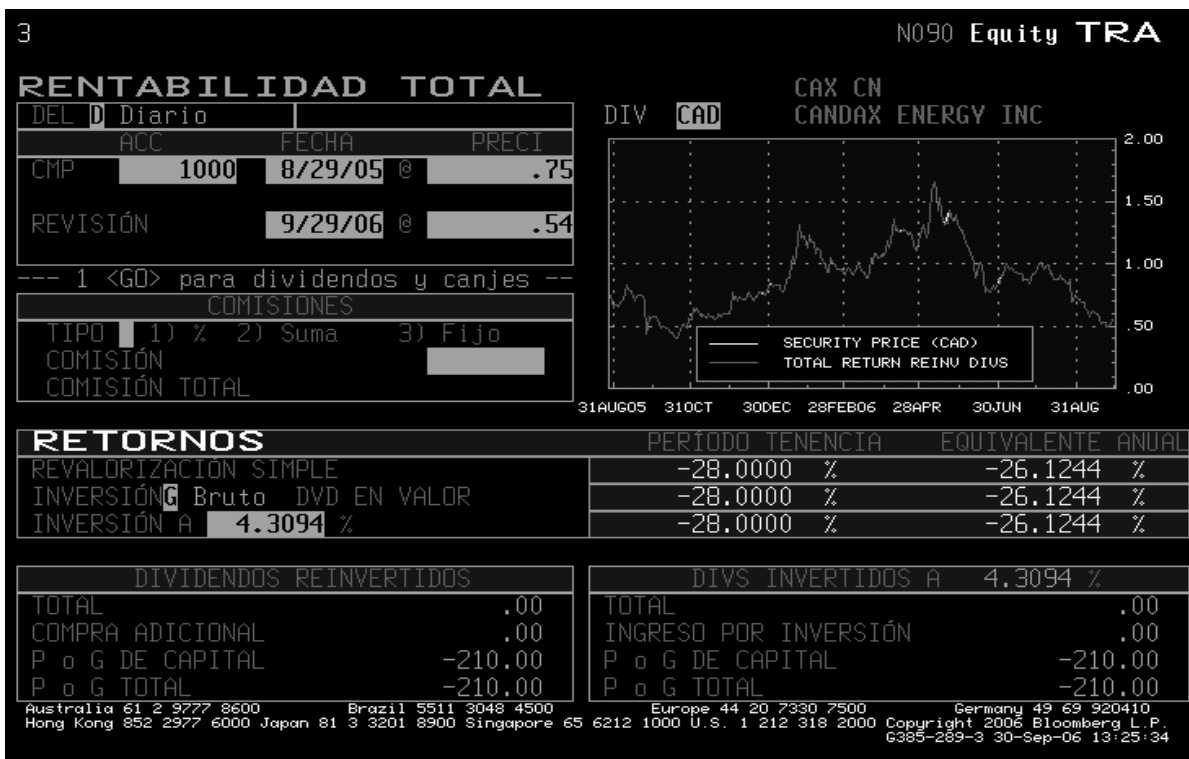
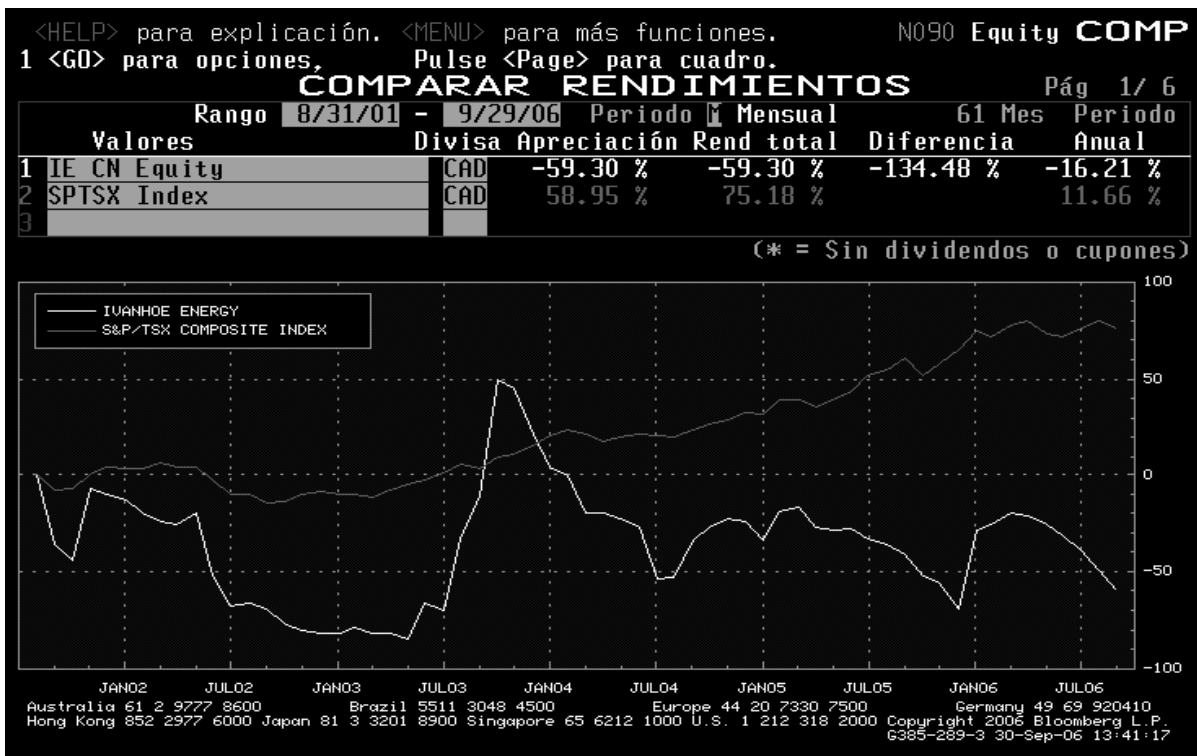
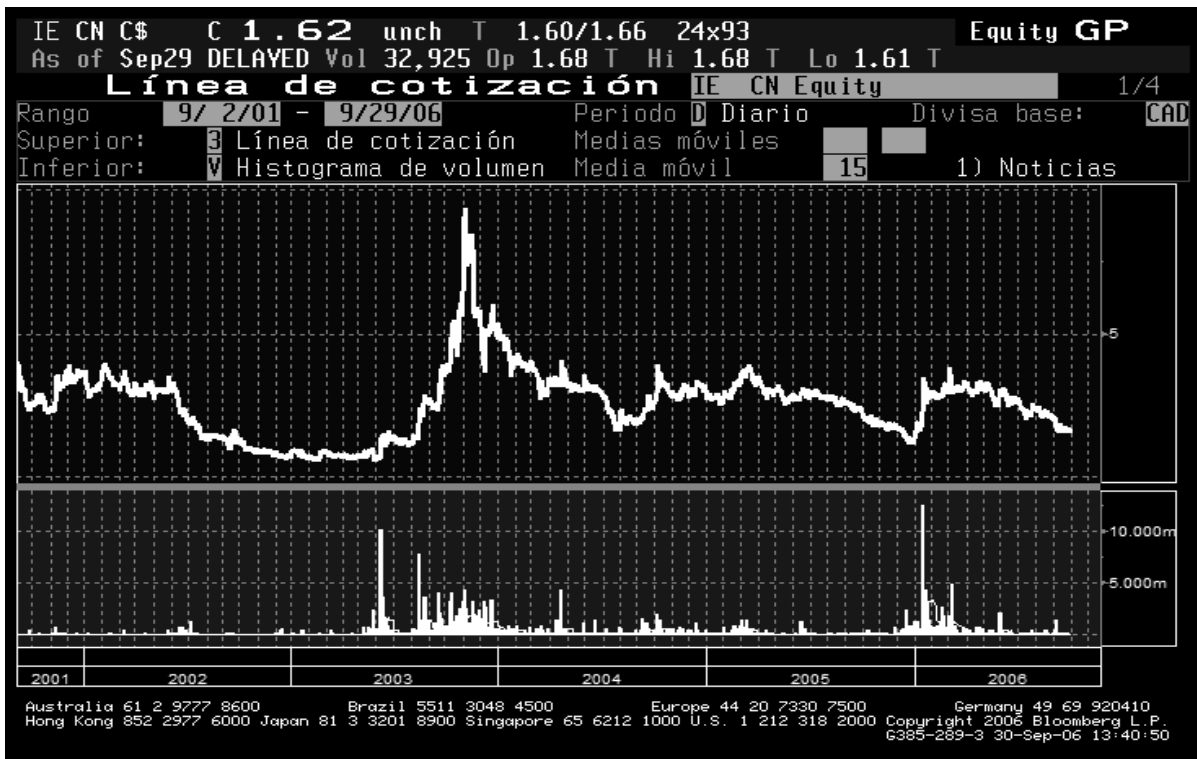


Figura 3. Indicadores de Candax (CAX.TO).



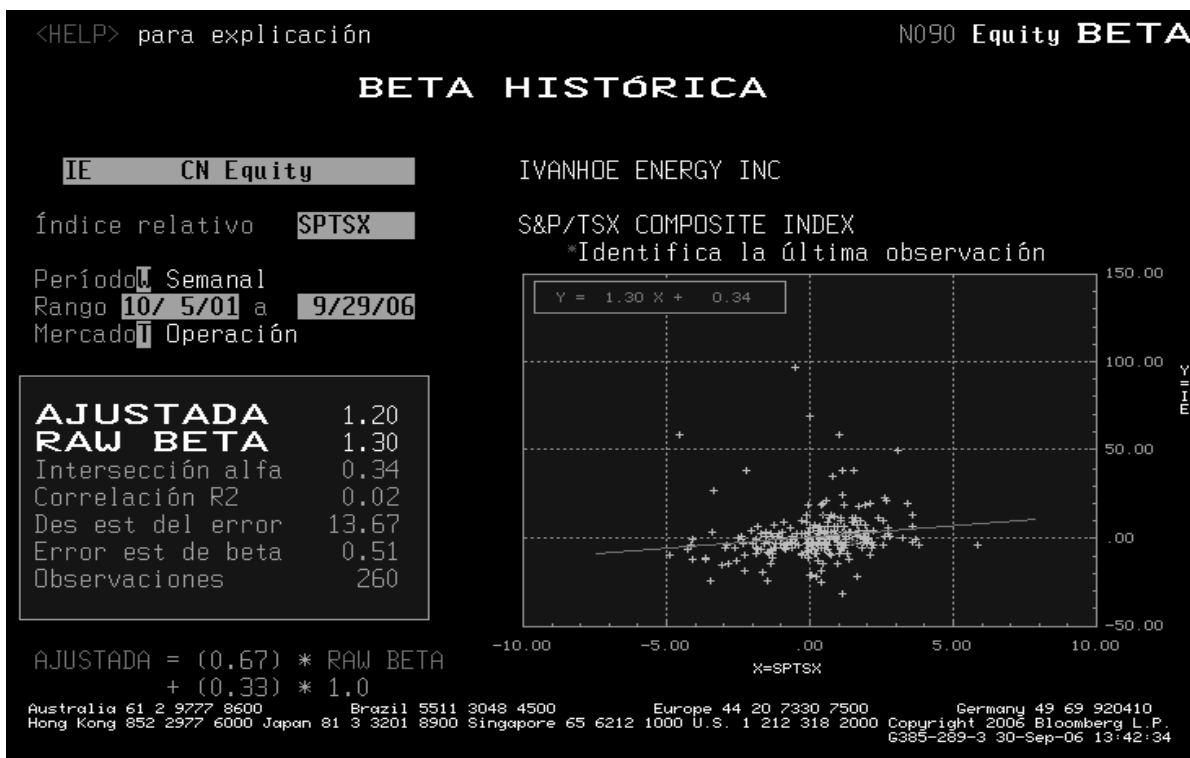
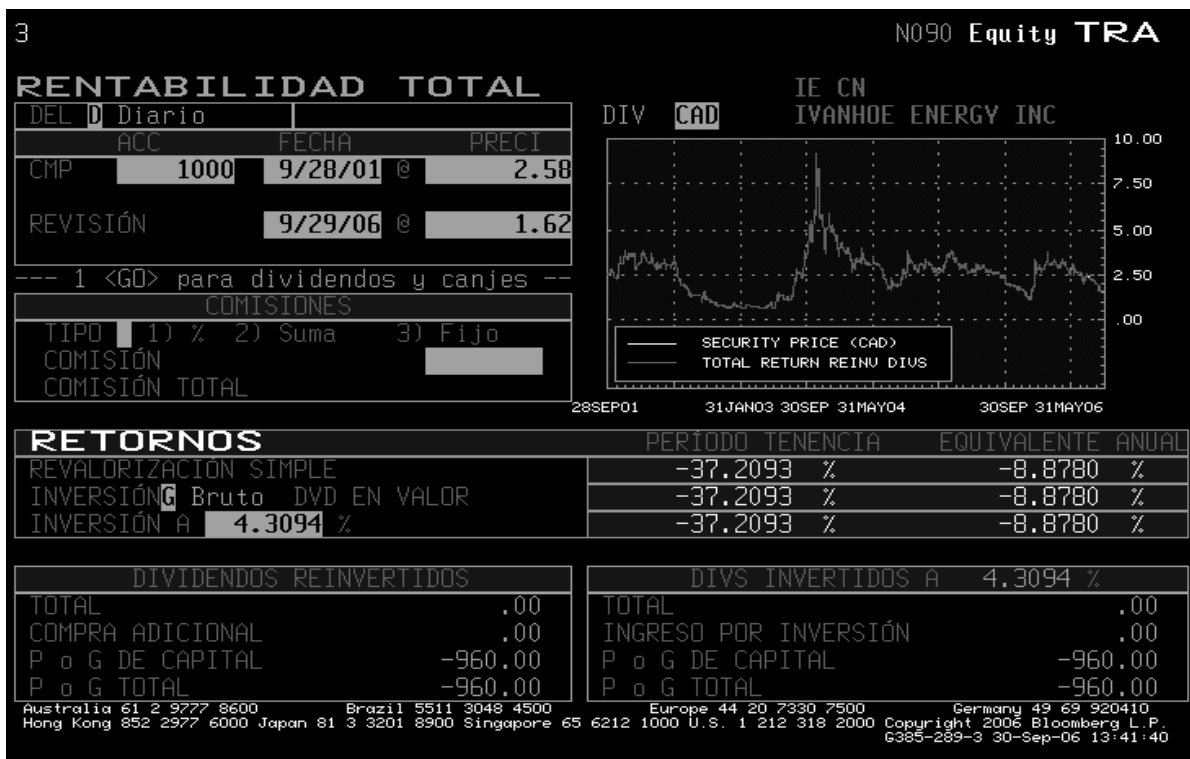
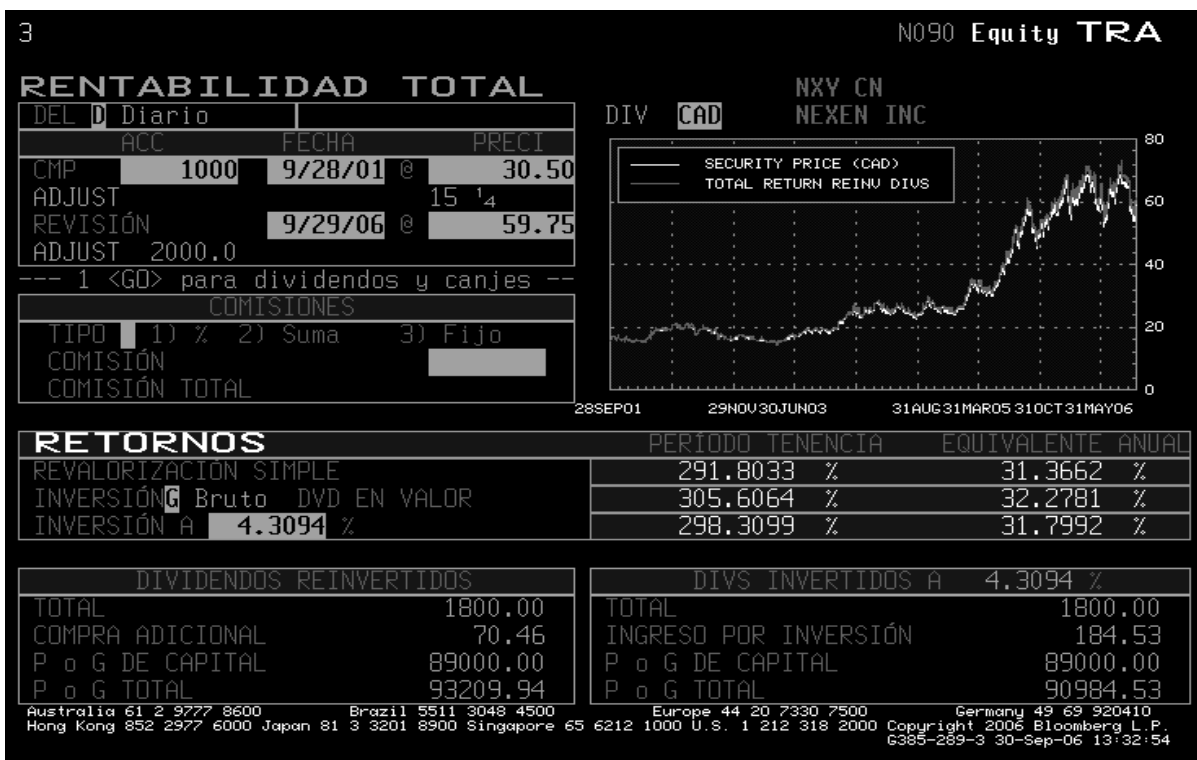


Figura 4. Indicadores de Ivanhoe (IE.TO).



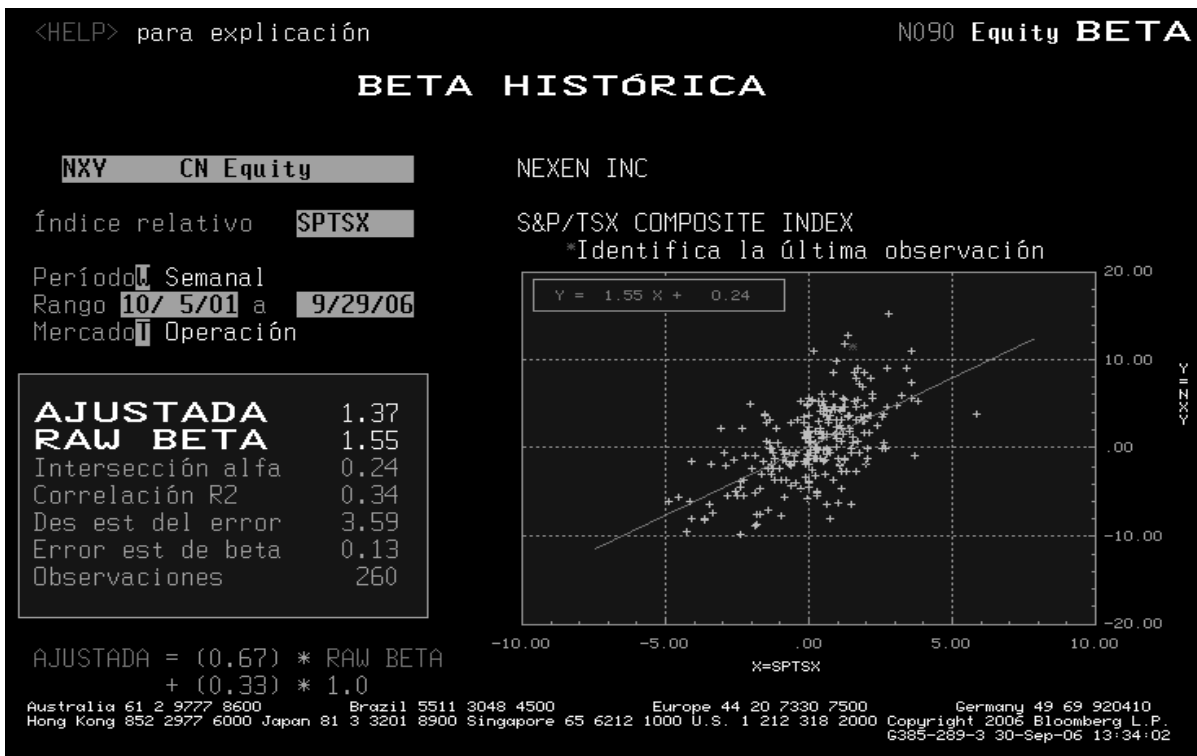
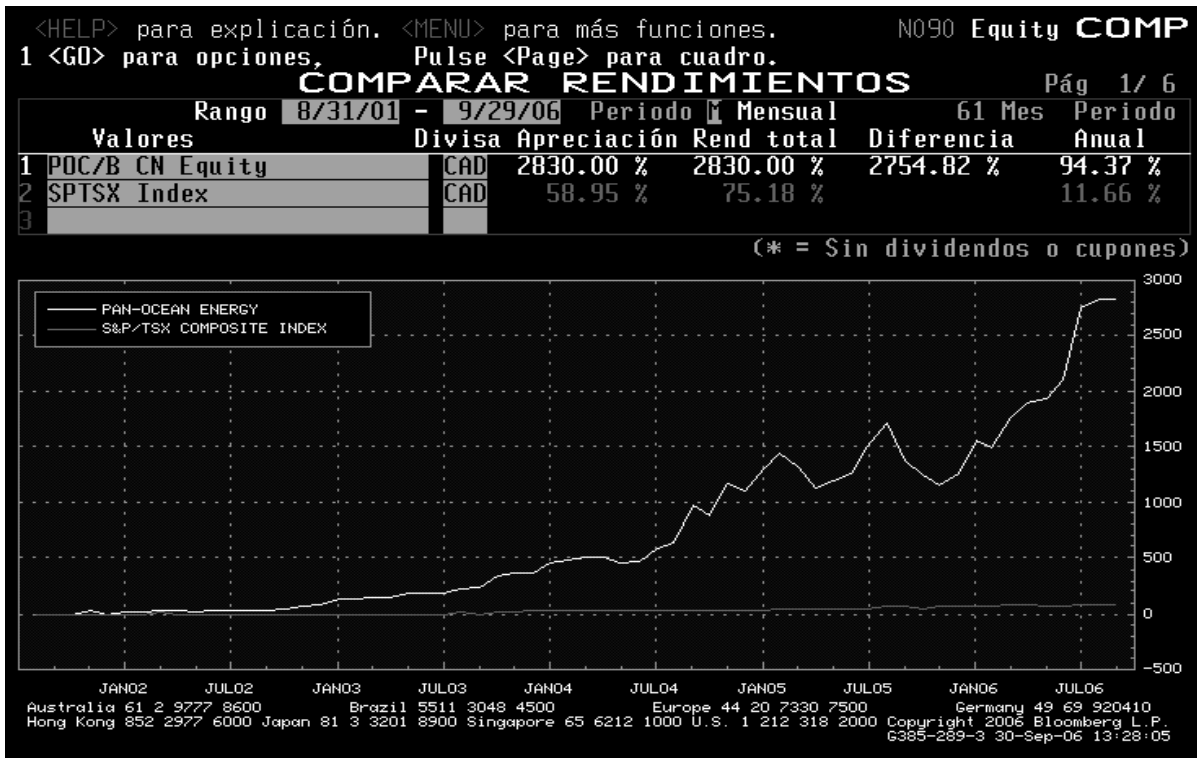


Figura 5. Indicadores de Nexen (NXY).



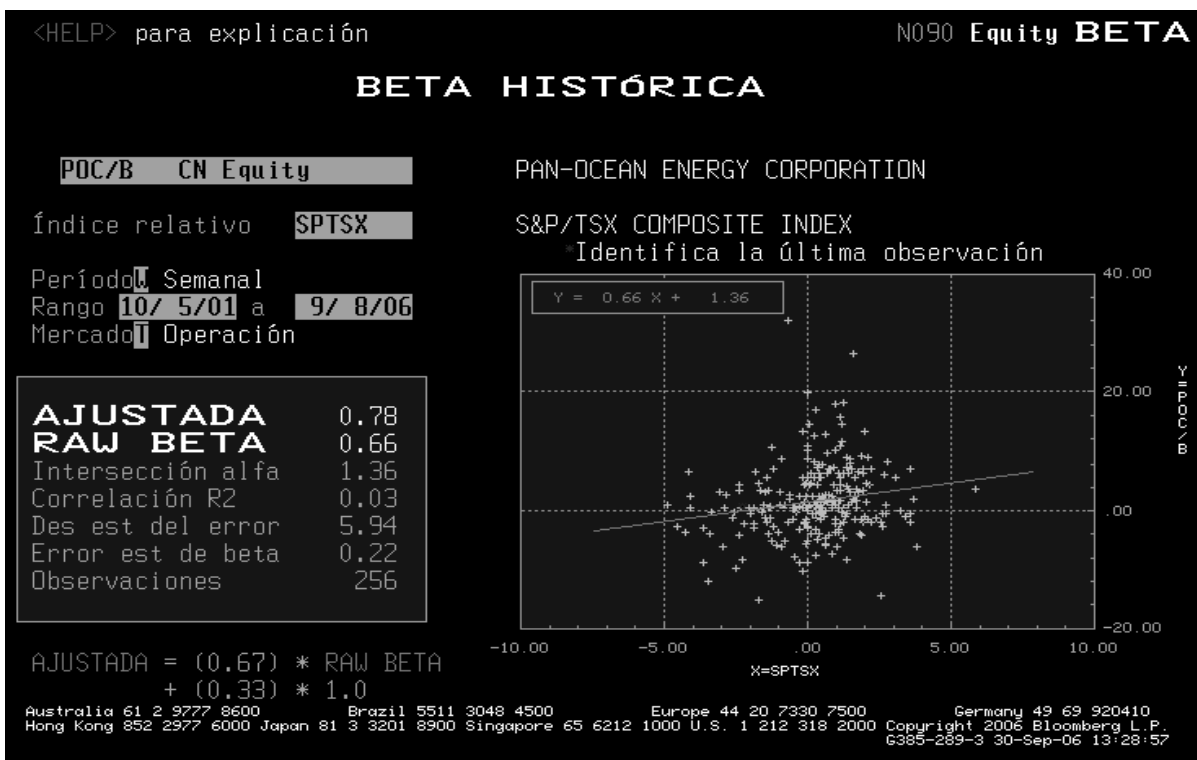
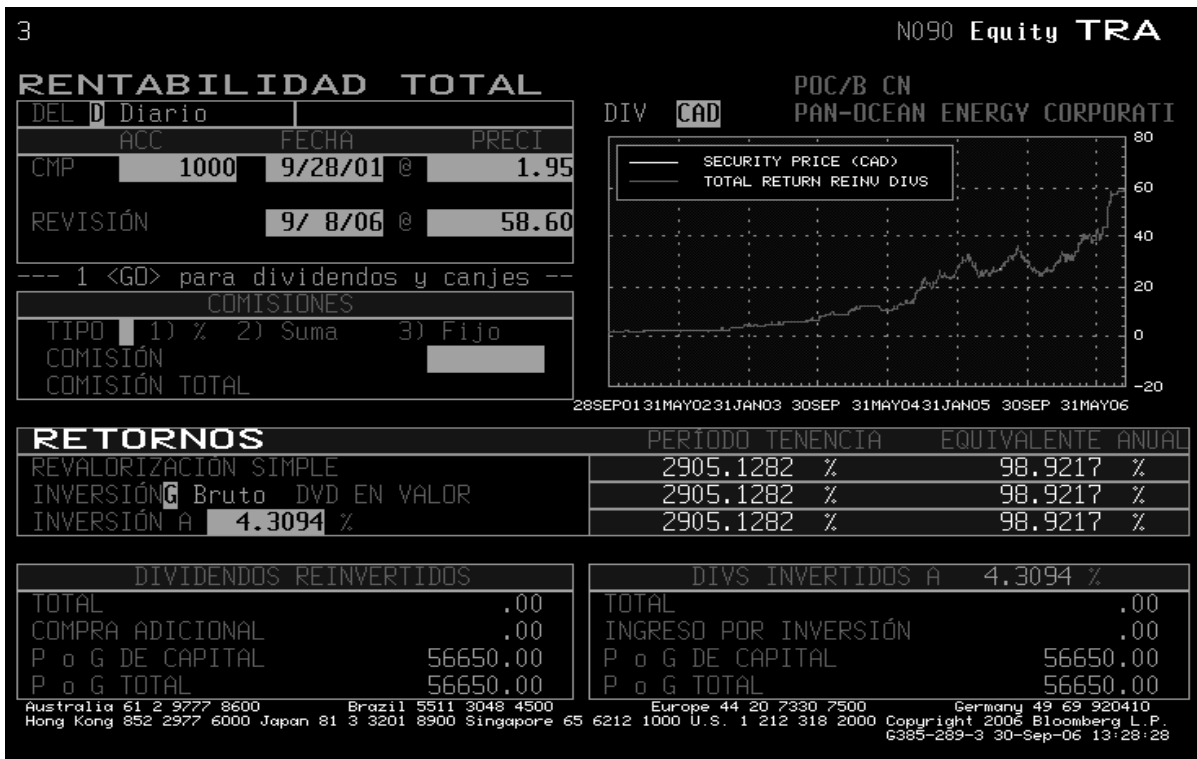


Figura 6. Indicadores de Pan-Ocean (POC-B.T.O).



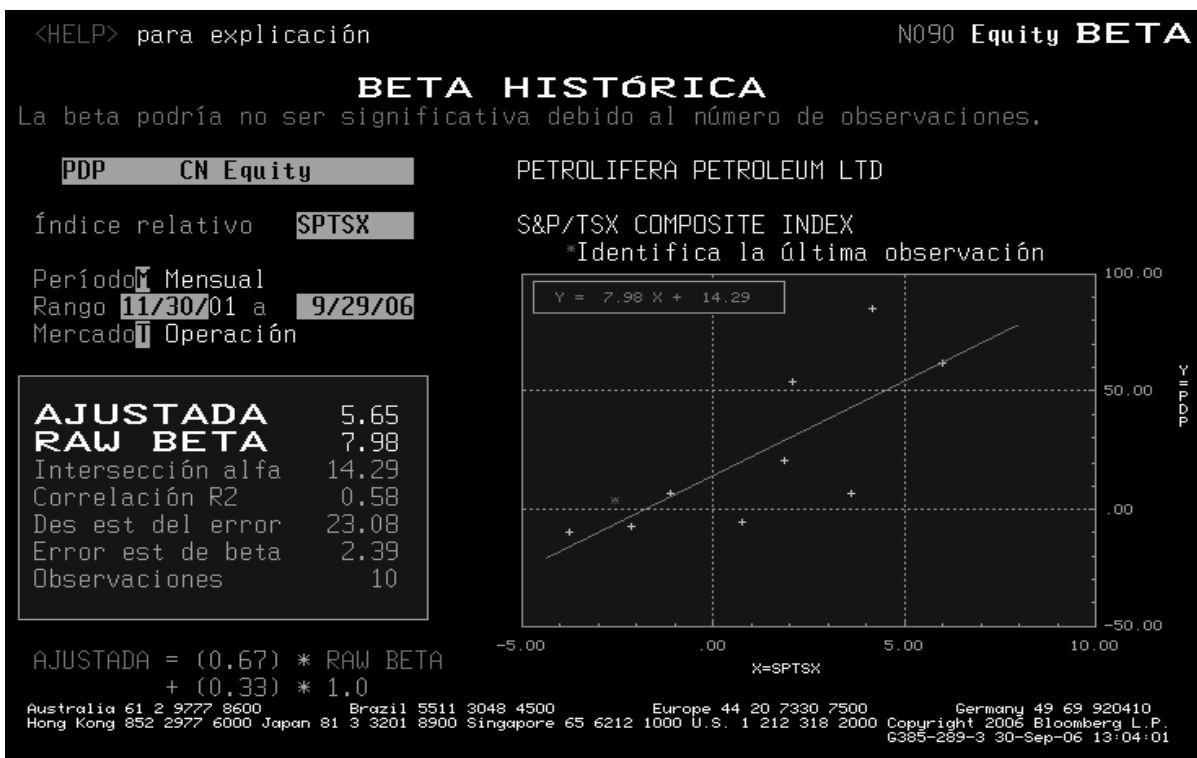
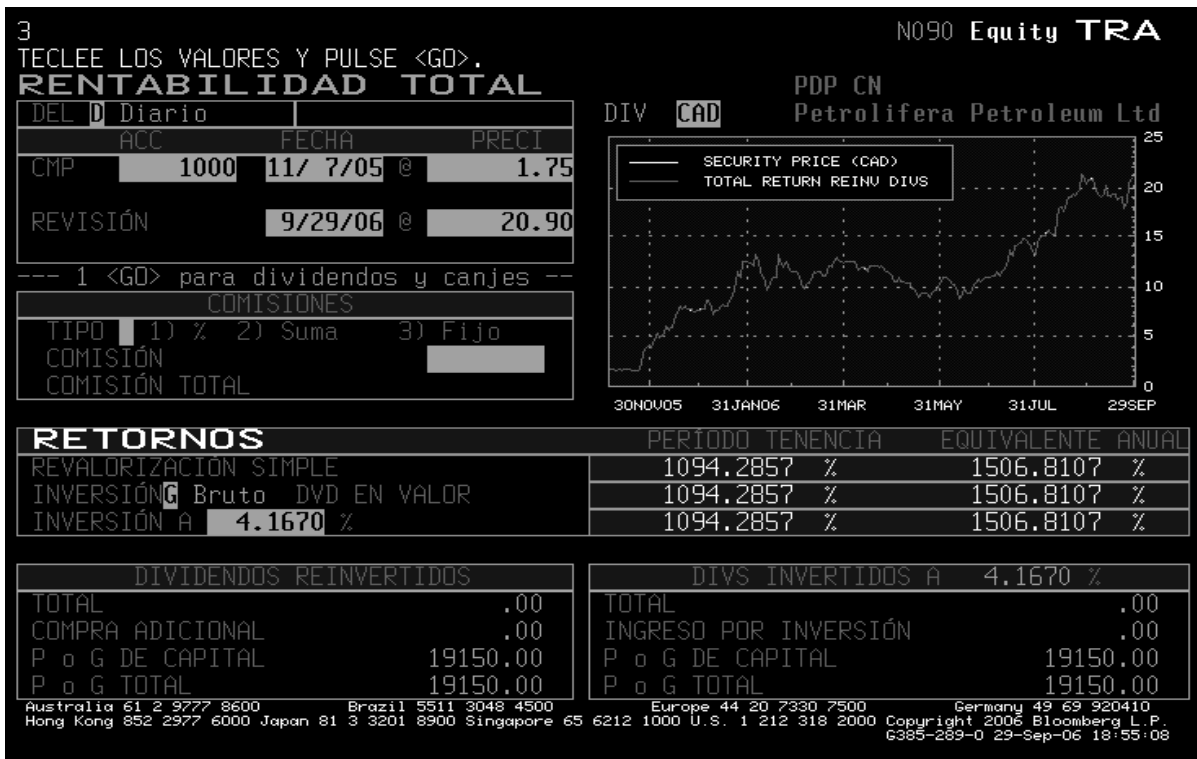


Figura 7. Indicadores de Petrolifera (PDP.TO).



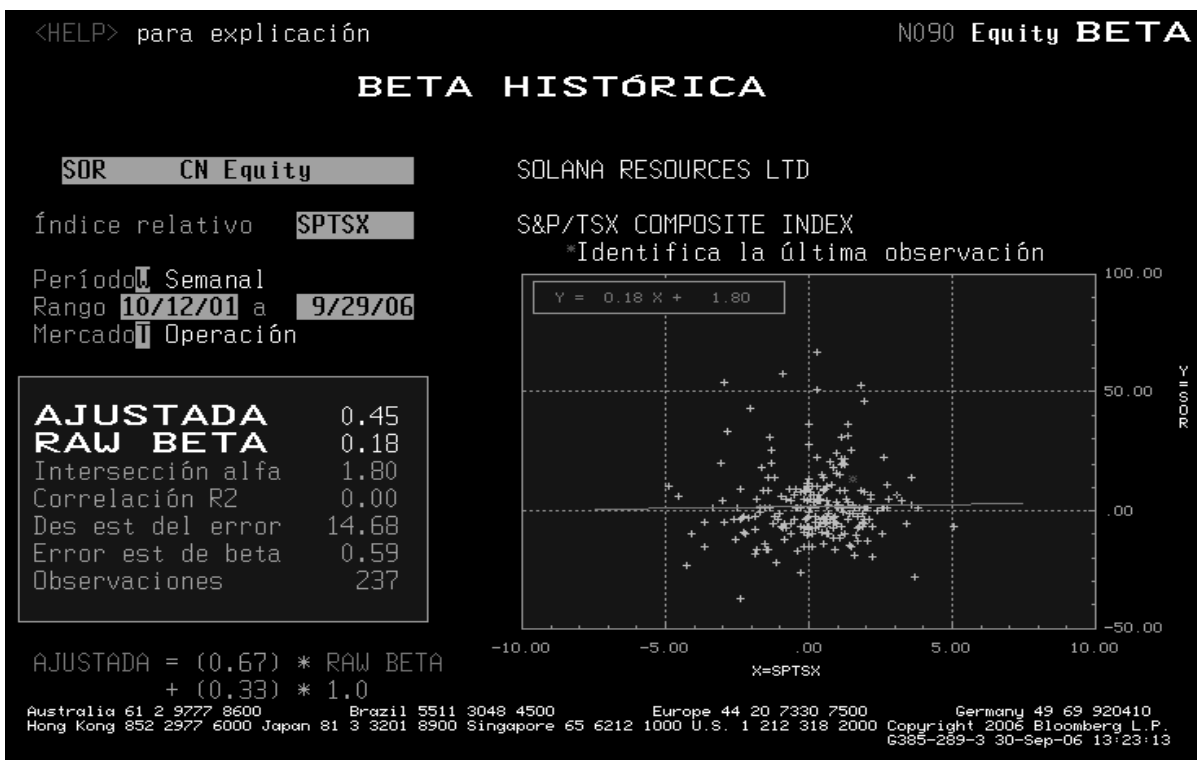
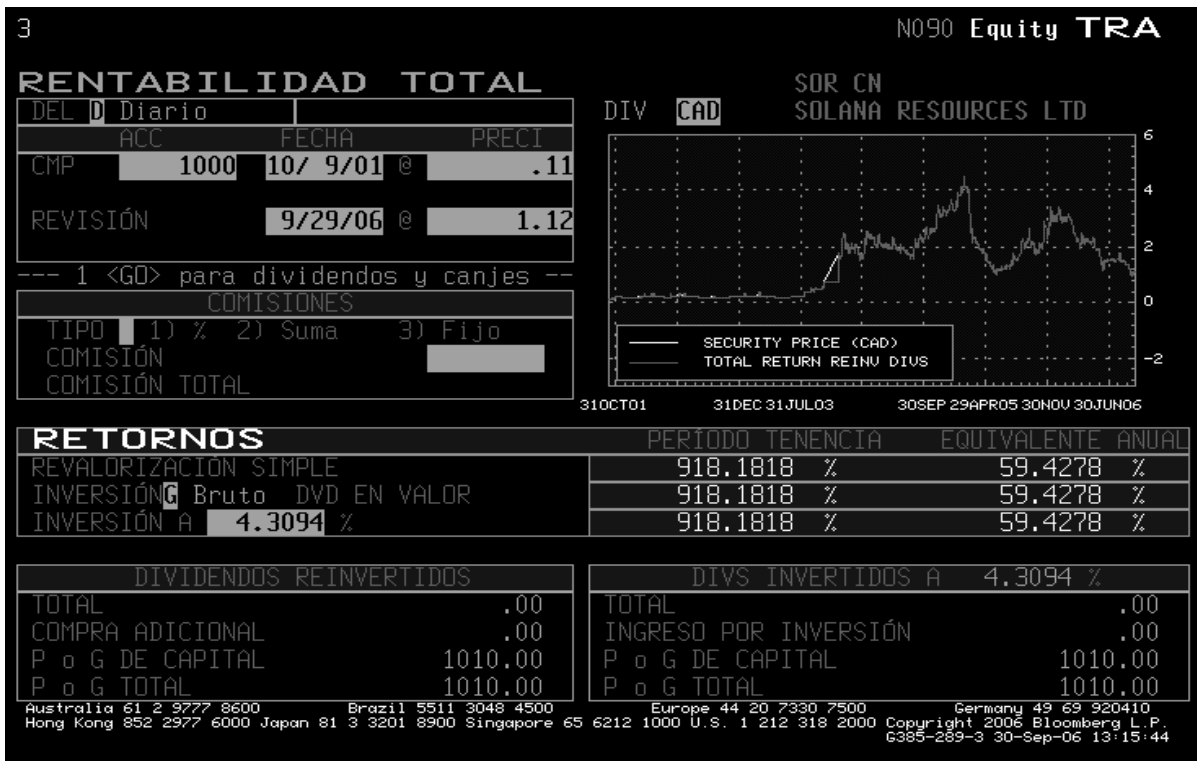


Figura 8. Indicadores de Solana (SOR).



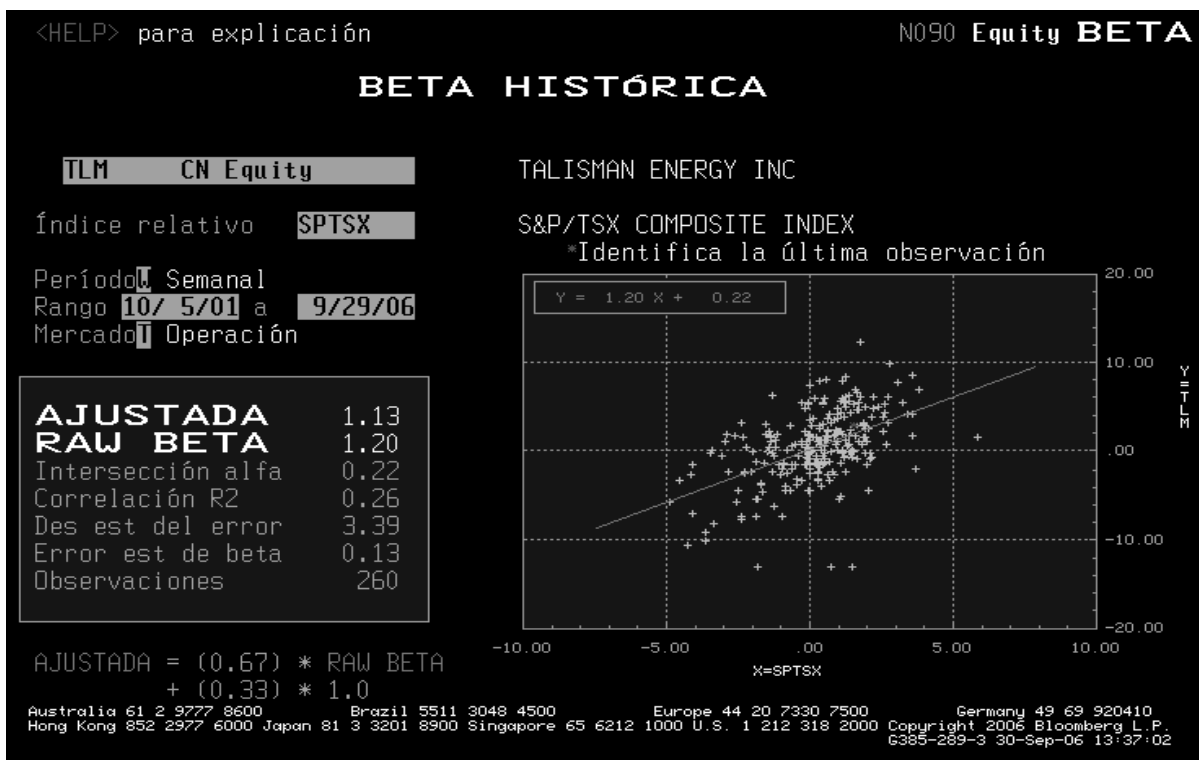


Figura 9. Indicadores de Talisman (TLM).



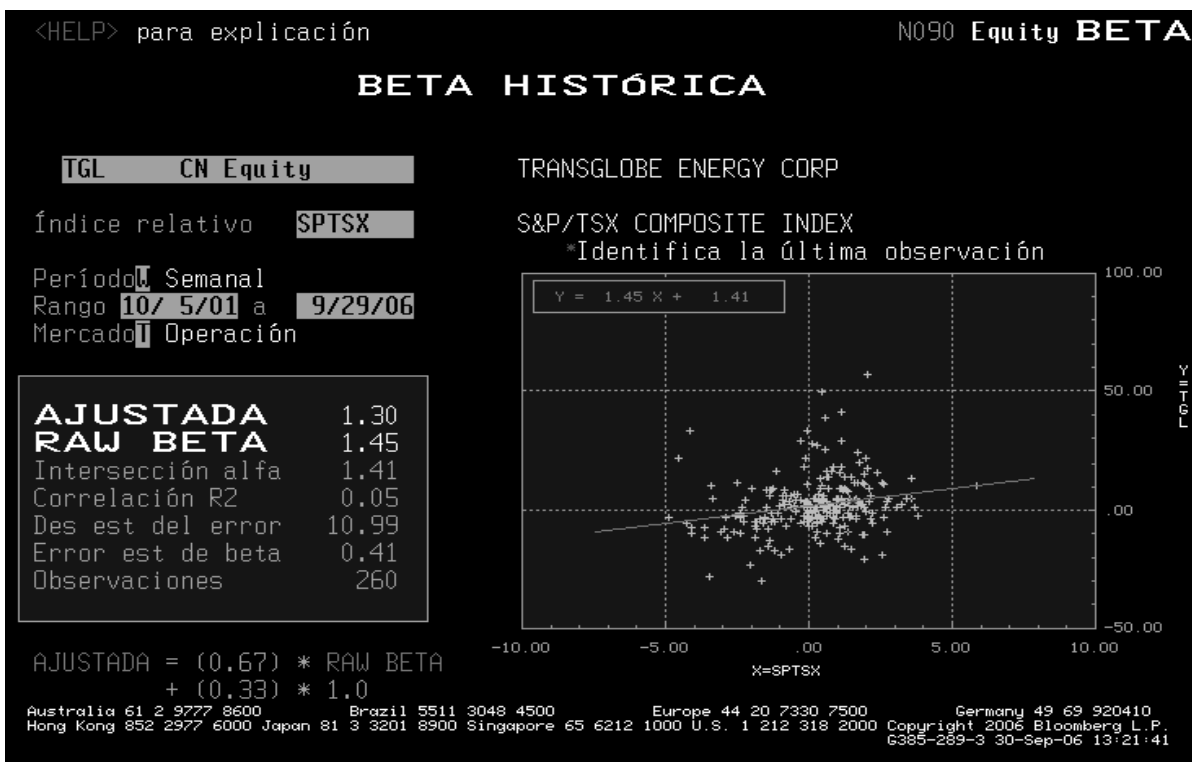
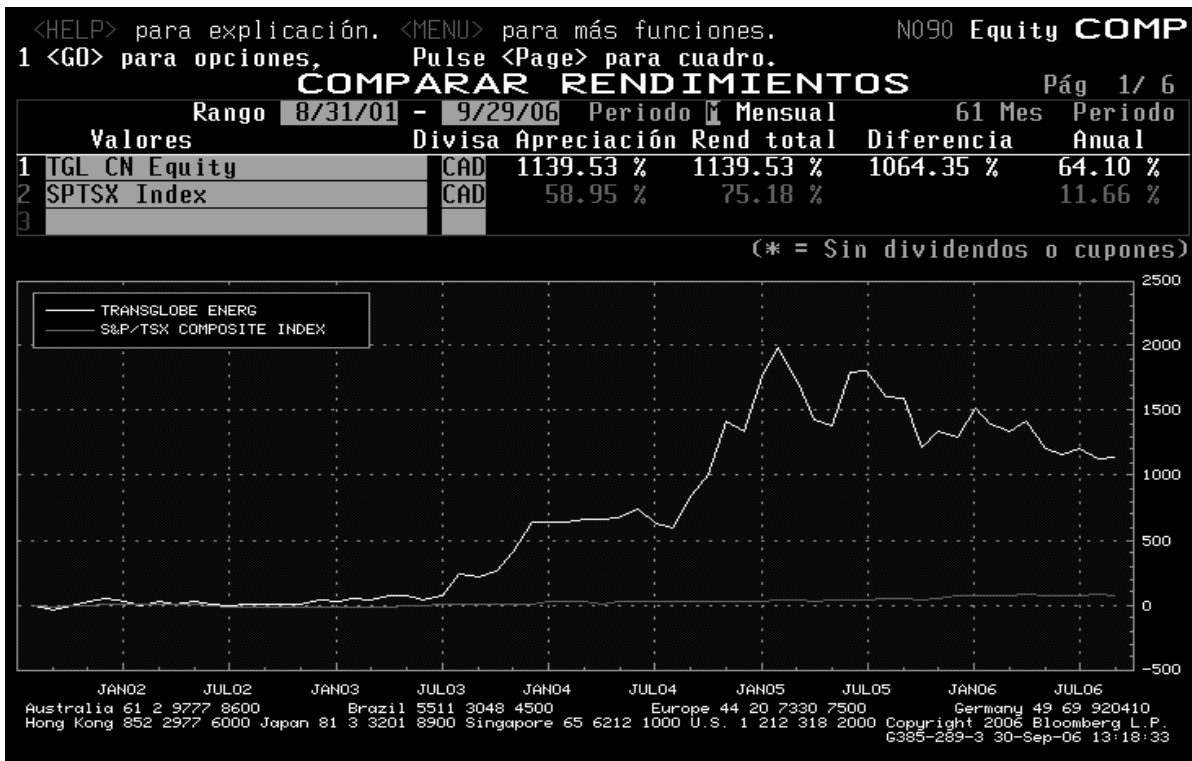
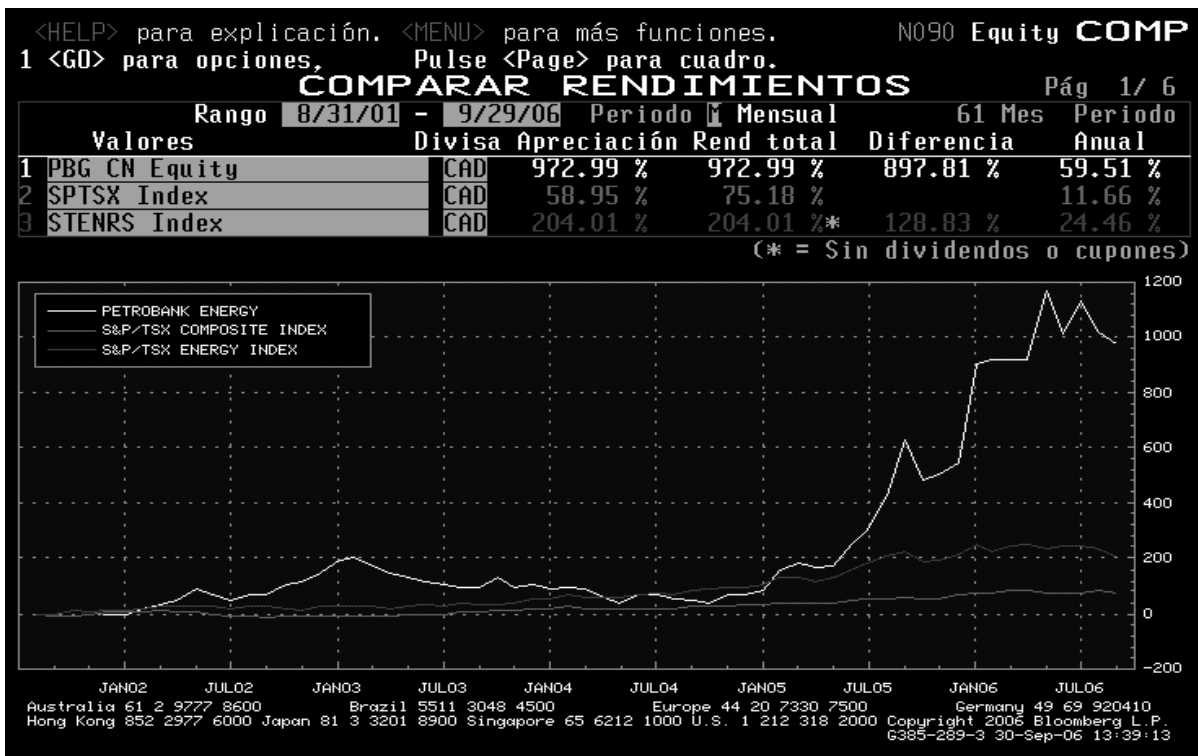
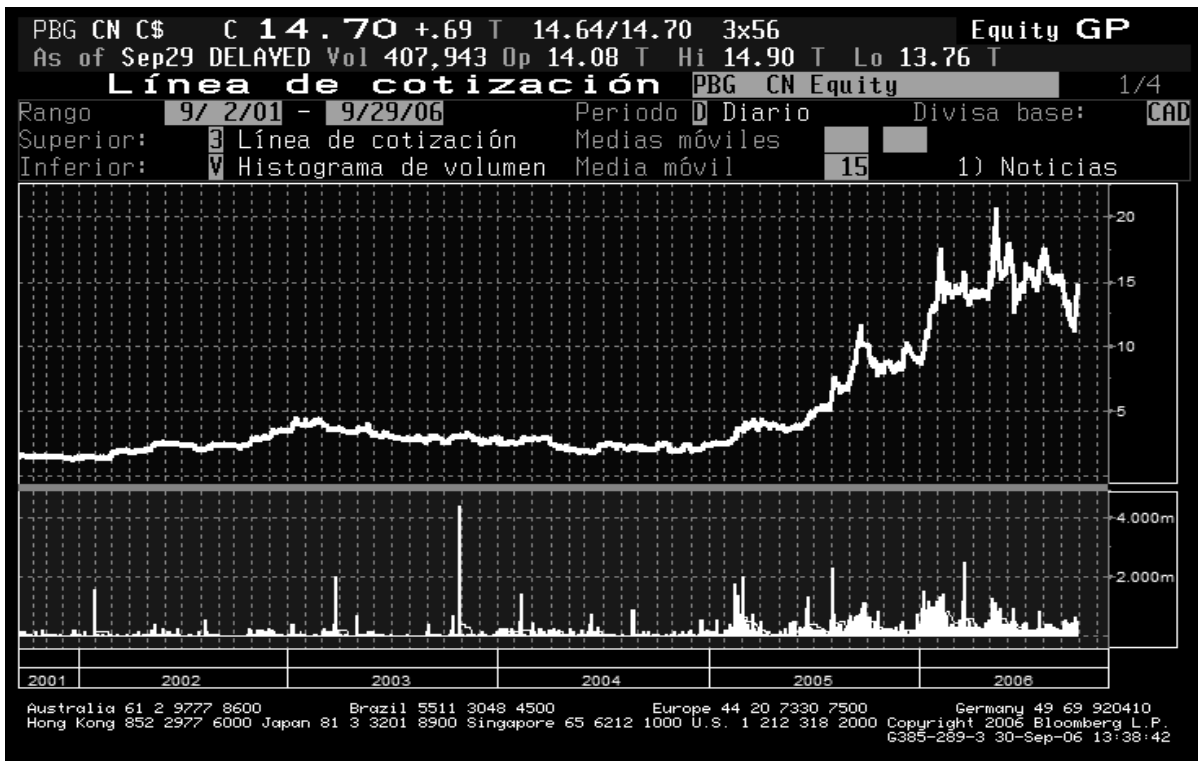


Figura 10. Indicadores de TransGlobe (TGL.TO)



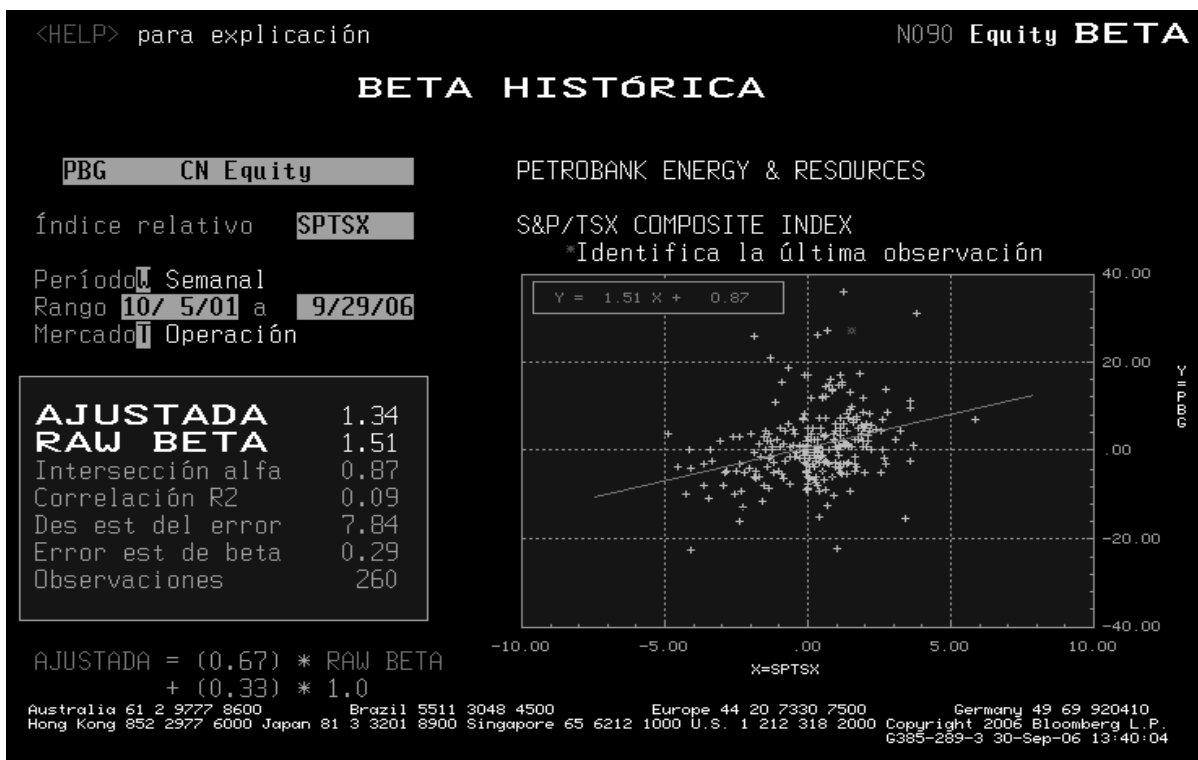
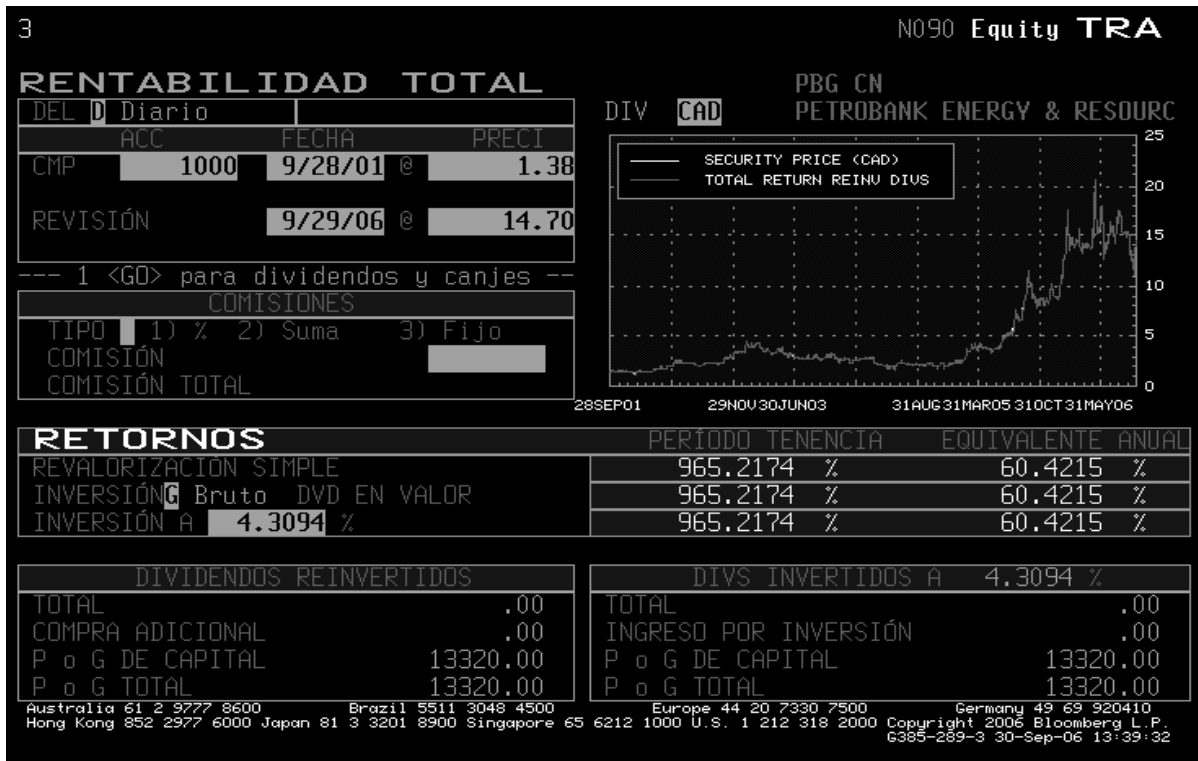


Figura 11. Indicadores de Petrobank (PBG.TO)

Sin querer profundizar en el desempeño de cada una de estas compañías, se pueden sacar algunas conclusiones de la información previamente presentada en las figuras 2 a 11:

1.) En general el precio de las acciones ha tenido una tendencia al alza durante el período de análisis. Se nota una tendencia a estabilizarse y levemente a la baja desde mediados de este año. Es posible que la baja en los precios del barril de petróleo que se ha dado recientemente, alimentada por un mejor comportamiento de la oferta y una temporada de huracanes no tan destructiva como la del año pasado, haya ejercido presión hacia la baja en estas compañías, aunque todavía no se puede hablar de un ciclo "bearish". En un mercado eficiente, un ciclo al alza no perdura indefinidamente y el mercado se encarga de reajustar los precios. Este aspecto afecta en promedio a todas las compañías de un mismo sector y en particular cuando tienen características similares como en el presente caso. Como se mencionó anteriormente, las únicas acciones que no han tenido un comportamiento notable al alza son Ivanhoe y Solana. Durante el período de análisis, la acción de Petrobank ha incrementado su valor desde cerca de los 2 CAND/Shr hasta 15 CAND/Shr, con un máximo de 21 CAND/Shr.

2.) Las compañías de la muestra presentan volúmenes de transacción diarios en promedio por debajo del millón de acciones, con excepción de Talismán Y Nexen. Esto hace que sus acciones no tengan un alto grado de liquidez y que el precio de la misma sea objeto de altas fluctuaciones que pueden ser provocadas por pocos agentes. Las acciones de Petrobank se negocian en un promedio de cerca de 350,000 por día.

3.) El grupo de compañías muestra un comportamiento notablemente mejor en términos de rentabilidad que el índice base de la bolsa de Toronto. Mientras este ha tenido retornos del orden del 11% en el período de cinco años, en general las compañías han tenido retornos hasta 20 y 30 veces superiores como es el caso de Petrolífera, que supera a todas las demás. Para el caso de Petrobank, sus retornos son aproximadamente seis veces los retornos del índice base.

4.) La rentabilidad anual dentro del período de cinco años analizado de cada una de las empresas se menciona a continuación:

Tabla 2. Rentabilidad anual de las compañías seleccionadas

CALVALLEY	61,70%
CANDAX	-26,10%
IVANHOE	-8,90%
NEXEN	31,30%
PAN-OCEAN	98,90%
PETROBANK	60,40%
PETROLIFERA	1506,80%
SOLANA	59,40%
TALISMAN	24,90%
TRANSGLOBE	75,40%

Fuente: Bloomberg.

El promedio de rentabilidad de las compañías es del 188% anual. Si se excluyen los valores extremos de la muestra como son los retornos de Candax, Ivanhoe y Petrolífera, el promedio es del 59%, lo cual corresponde a un valor mucho más representativo de la muestra y es bastante cercano a la rentabilidad de Petrobank que es del 60.4%.

Al analizar el parámetro Beta, se observa que hay un alto riesgo relativo en las compañías pertenecientes a este grupo. En muchos casos beta está por encima

de uno, que corresponde al beta del mercado, llegando hasta valores cercanos a 8 como es el caso de Petrolífera. Para el caso de Petrobank, el beta es de 1.51 para el período de análisis. El beta promedio reportado para las compañías del sector es de 0.67³³, es decir menor que el del mercado. Esto indica la mayor sensibilidad de la acción de Petrobank a los cambios en el mercado, pero cercano al promedio de la mayoría de compañías de la muestra, cuyo promedio es 1.24 excluyendo el valor extremo reportado por petrolífera. Al analizar el coeficiente de determinación (R^2) del gráfico de derivación de beta, se observa que este es menor de 0.5 en todos los casos y en una buena mayoría los valores son menores a 0.1. Esto impone serias dudas a la hora de utilizar el parámetro beta para calcular costos de capital y como estimador de riesgo en el análisis de estas acciones como parte de un portafolio diversificado.

Desafortunadamente no son muchas las compañías Canadienses que tengan operaciones en Colombia y de la muestra solo tres aparte de petrobank cumplen con esta característica; ellas son Nexen, Talismán y Solana. Aún así, el grupo de compañías de la muestra guarda cierto margen de similitud entre sí y como tal se convierte en un buen punto de referencia para comparar el desempeño de Petrobank y también para ayudar a la valoración de su subsidiaria en Colombia.

En general el desempeño de las compañías seleccionadas reporta comportamientos mejores que los promedios del mercado y como tal Petrobank representa un comportamiento de este estilo.

³³ Estimating Risk Parameters, Aswath Damodaran, Stern School of business., pg.10, 2002

En la tabla 3 se puede observar un cuadro resumen de los valores consignados en los gráficos previamente comentados:

Tabla 3. Resumen de los principales indicadores para el grupo de compañías seleccionado.

COMPAÑIA	SIMBOLO	PROM. VALOR INICIAL DE LA ACCION	VALOR ACTUAL DE LA ACCION*	RENDIMIENTO ANUAL (%)	RENDIMIENTO/RENDIMIENTO TSX	BETA
Petrolifera	PDP.TO (TSX)	2	20.9	731.47	39.60	7.98
Solana	SOR (TSXV)	0.3	1.12	46.65	4.00	0.18
NEXEN	NXY	18	59.75	25.49	2.19	1.55
Talisman	TLM	1.5	18.24	23.21	1.99	1.2
Transglobe	TGL (TSX)	1	5.33	64.1	5.50	1.45
Candax	CAX (TSX)	0.7	0.54	-14.56	-1.21	2.48
Pan-Ocean	POC (TSX)	3	59	94.37	8.09	0.66
Ivanhoe	IE.TO	2.5	1.62	-16.21	-1.39	1.3
Calvalley	CVI.A (TSX)	1	6.11	55.88%	4.79	0.84

* Sept. 30/2006

Fuente: Bloomberg

3. LA ESTRATEGIA DE REESTRUCTURACION DE PETROBANK – PETROMINERALES COLOMBIA LIMITED

3.1 LA ENTRADA DE PETROMINERALES A LA BOLSA DE VALORES

Desde comienzos del año 2005 se observó la necesidad de lograr que el mercado reconociera el gran valor que encierra Petrominerales Colombia Limited, subsidiaria 100% de Petrobank Energy and Resources. Se pensó en diferentes alternativas de reestructurar la compañía y se observó que una venta como tal no lograría capturar el potencial exploratorio y de desarrollo que encierran los diferentes proyectos en los cuales se encuentra actualmente trabajando la compañía. Al menos por noma, para este tipo de valoraciones y en campos aún no descubiertos, el mercado no reconoce el valor de reservas potenciales y se concentra más en la cantidad de reservas probadas, tanto desarrolladas como no desarrolladas³⁴.

En búsqueda de ese reconocimiento de valor, se optó por realizar una venta parcial de los intereses totales que tenía Petrobank sobre Petrominerales mediante un IPO. Esta estrategia, denominada “Carve-out” descrita en mayor detalle en el capítulo 1, permite hacer una preparación para un “spin-off” total que

³⁴ Las reservas se clasifican como Probadas, Probables y Posibles. Las probadas corresponden a aquellas cuya existencia carece de una incertidumbre elevada (normalmente menor al 10%). Estas se clasifican a su vez en desarrolladas (en producción) y no desarrolladas (solamente se requieren pozos adicionales para producirlas). A su vez las reservas probables se caracterizan por tener una incertidumbre mayor a las probadas (del orden del 50%) y las posibles una incertidumbre mayor a las probables (cerca del 90%).

se estaría ejecutando en un período aún no definido pero que estaría oscilando entre los 2 a 3 años.

La estrategia mencionada permite capturar una porción del valor que el mercado reconoce por Petrominerales, sin perder la posibilidad de capturar el valor restante, que se supone es mucho mayor, una vez se materialicen los resultados de los ambiciosos proyectos de exploración en el país. Una venta total de la subsidiaria implicaría no reconocer este valor potencial y dejarlo completamente a una tercera parte para que esta lo materialice. Este sería la estrategia a elegir en caso de que la casa matriz o la filial no tuviesen las competencias y habilidades necesarias para ejecutar los proyectos y compromisos que en la actualidad existen.

De acuerdo con John Wright, CEO de Petrobank: *“Comparando la rentabilidad de Colombia con Canada, un barril de aceite producido en Colombia le da a Petrobank un 50% más de fluido de caja que cada barril de aceite producido en Canadá. Además, Colombia es sub-explorado y sub-explotado”*³⁵. Esta es desde luego una importante razón para continuar con los programas exploratorios y de desarrollo en el país.

La descripción del proceso que se llevó a cabo hasta el día 29 de Junio de 2006, fecha en la cual Petrominerales ingresó oficialmente el mercado público de valores, se describe en el anexo B.

3.2 SELECCIÓN DE LA BOLSA DE VALORES

Las bolsas de valores proveen la regulación para que las compañías entren en el mercado de valores, el mecanismo de formación de precios, la supervisión de las operaciones, la autorización de los miembros y la formalización de las transacciones así como la publicación de los precios y datos de las mismas.³⁶ En muchos casos, agencias del gobierno como la SEC para el caso de los Estados Unidos se encargan de regular estos aspectos.

En la búsqueda de una bolsa de valores adecuada para el lanzamiento de su IPO, uno de los aspectos que Petrominerales evaluó fue el tamaño y liquidez del mercado, lo cual implica revisar el tamaño de las bolsas tanto en países emergentes como en países desarrollados.

La capitalización de los mercados emergentes representó el 8.5% de la capitalización total mundial en 1999, comparado con el 6.9 % en 1998³⁷. El monto del capital de los países emergentes subió un 61.9% en 1999 a 3.07 trillones de dólares y a más de 5 trillones durante el 2005³⁸, lo cual representa el 12% de la capitalización total mundial, mientras que el monto para los países desarrollados creció un 66% a 41.6trillones.

³⁶ Valdez Stephen and Wood Julian, An introduction to global financial markets, Profile Financial Training, palgrave McMillan , 2003. Pg. 156

³⁷ Emerging Stock Markets Factbook 2000, Standard & Poors, McGrawHill Company, 2000. pg. 18

³⁸ www.ifc.org. Standard & Poors Global Stock Markets Factbook, 2005.

La figura 12 presenta el producto interno bruto per capita de 1998 vs. La capitalización del mercado como porcentaje del PIB para varias economías mundiales. Incluye las 25 economías emergentes más grandes y las 10 más grandes de los mercados desarrollados. El diagrama revela que relativo al tamaño de sus economías domésticas, muchos mercados emergentes son tan grandes o más que mercados de economías desarrolladas, sugiriendo que el tamaño del mercado es fuertemente influenciado por arreglos institucionales en el sistema financiero y la interacción de las políticas fiscales, monetarias y regulatorias en cada país.

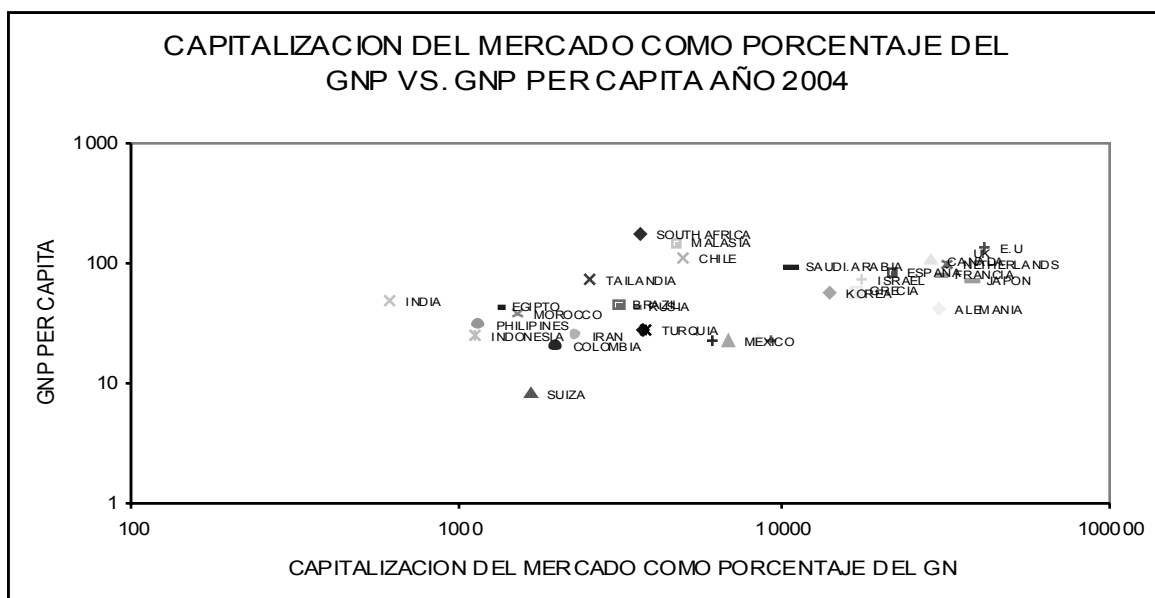


Figura 12. PIB bruto per capita vs. Capitalización del mercado. (fuente: www.emergentmarkets.com)

También parece aparente que el desarrollo del mercado de valores no está necesariamente relacionado con los niveles de ingresos corrientes por habitante.

Las cifras para las bolsas de valores más grandes del mundo se presentan en la tabla 4. Estas cifras son tomadas de la página web del “London Stock Exchange” y están dadas en libras esterlinas.

Tabla 4. Comparación de mercados bursátiles mundiales

Bolsa	Movimiento (Billion of pounds)	Domestic Equity billion of pounds)	Number of companies listed as of 31/12/00	
			Domestic	Foreign
New York	7313	7659	2035	433
Nasdaq	13086	2396	4239	487
Tokio	1404	2113	2055	41
London	2999	1725	2428	501
Germany	1395	850	744	245
Italy	660	514	291	6
Madrid	637	336	1020	16
Paris	707	968	1021	164
Amsterdam	421	429	234	158
Brussels	29	122	161	104
Switzerland	424	530	252	164
Taiwan	587	156	531	-

fuelle: Valdez Stephen and Wood Julian An introduction to global financial markets, Profile Financial Training, palgrave McMillan , 2003.

Mirando esta tabla, resulta obvio que no es fácil determinar cual es la mayor bolsa del mundo pues puede verse desde diferentes puntos de vista como su valor de mercado, el movimiento total o solamente el movimiento de capital ³⁹.

Tomando en cuenta la capitalización de las diferentes bolsas a nivel mundial, las mayores serían en su orden: Nueva York, NASDAQ, Tokio, Londres, Paris, y Alemania

³⁹ Valdez Stephen and Wood Julian An introduction to global financial markets, Profile Financial Training, palgrave McMillan , 2003. Pg. 158

Desde los años 80 y 90, se volvió común entre las compañías multinacionales buscar el acceso a diferentes mercados bursátiles. Esto puede deberse a que se busca atraer un amplio mercado de inversionistas y a que las bolsas locales son muy pequeñas para los ambiciosos proyectos de las compañías. Como resultado se ha generado una amplia expansión en el mercado primario y secundario en mercados extranjeros a través de las bolsas internacionales.

Desde luego aspectos claves que toda compañía anhela a la hora de decidir su entrada en determinado mercado son la transparencia, el tamaño del mercado y la practicidad para el ingreso de nuevos miembros. Es importante mencionar que después de los colapsos de importantes compañías como Enron y WorldCom, las regulaciones de la SEC para ingresos de nuevos miembros se han vuelto mucho más restrictivas y de igual forma en las demás bolsas del mundo.

Otro aspecto clave a analizar es la distribución de la propiedad accionaria en las diferentes bolsas de valores, lo cual va intrínsecamente ligado con aspectos culturales y preferencias geográficas por ciertos tipos de negocios. En los Estados Unidos hay todavía una fuerte tradición por la propiedad accionaria en cabeza de inversionistas privados, quienes tienen cerca del 50%. En Alemania, por el contrario, esta cifra es de sólo el 13%. En la mitad están Francia con el 31% y el Reino Unido con el 25%.⁴⁰

⁴⁰ Valdez Stephen and Wood Julian, An introduction to global financial markets, Profile Financial Training, Palgrave McMillan , 2003. Pg. 163

La propiedad accionaria privada contrasta con la de los inversionistas institucionales, entre los cuales figuran los fondos mutuos y de pensiones y las compañías de seguros. La actividad del mercado bursátil usualmente depende de la actividad de los inversionistas institucionales. De acuerdo a la participación de los fondos de pensiones en los principales mercados, estos se clasifican de acuerdo a la tabla 5⁴¹:

Tabla 5. Participación de fondos de pensiones en los mercados bursátiles.

<i>Country</i>	<i>2005 (%)</i>	<i>2004 (%)</i>	<i>2003 (%)</i>
US	45.1	44.7	52.6
Japan	17.6	21.0	13.5
UK	6.9	7.5	8.1
Netherlands	5.8	5.9	6.4
Canada	5.3	4.7	5.0
Germany	1.4	1.9	1.4
Taiwan	1.6	1.7	N/A
Korea	2.3	1.6	N/A
Switzerland	1.7	1.6	1.9
Denmark	1.0	1.3	1.3
Sweden	1.1	1.1	1.2
Norway	2.5	N/A	N/A

Fuente: www.watsonwyatt.com/news

La excesiva regulación de las bolsas de valores de los Estados Unidos así como la falta de conocimiento de la compañía en mercados asiáticos y europeos ayudaron a enfocar los esfuerzos del lanzamiento del IPO en Canadá. Basados en los aspectos de tamaño y participación de inversionistas institucionales, así como el

⁴¹ www.watsonwyatt.com/news

hecho de estar Petrobank listada en la bolsa de Toronto, se decidió hacer el IPO en esta bolsa, regulada por la comisión de valores de la Provincia de Ontario y con la aprobación y supervisión de la comisión de valores de la Provincia de Alberta, ya que allí se encuentra domiciliada la casa matriz.

3.3 VALORACIÓN DE PETROMINERALES COLOMBIA LIMITED

Para determinar el valor de la empresa se utilizó el método de flujos de caja descontado y también se realizó un ejercicio de valoración relativa, comparando a Petrominerales con compañías de tamaño y características similares como las descritas en el capítulo 2.

3.3.1 Tasa de Descuento.

La tasa de descuento utilizada fue el costo promedio ponderado de capital. Para la valoración del costos del patrimonio se utilizó el modelo de precios de activos de capital ó CAPM (por su nombre en Inglés: Capital Assets Pricing Model).

De acuerdo a este, el retomo esperado de un activo debe estar positivamente relacionado con su riesgo. Para esto, se determinan los tres factores críticos que consisten en:

Rf: Tasa libre de riesgo

B: Beta

($R_m - R_f$): Prima de riesgo del mercado, donde R_m corresponde al rendimiento del mercado.

Estos factores se describen en detalle a continuación para el caso de la valoración de Petrominerales.

3.3.1.1 La Tasa libre de riesgo. Los modelos de riesgo y retorno en finanzas parten de la premisa de que existe un activo libre de riesgo y que se conoce el retorno esperado sobre dicho activo. Es importante conocer que es lo que en realidad significa un activo libre de riesgo y que características debe tener para ser considerado como tal.

Para que una inversión se considere libre de riesgo, los retornos esperados de ella deben ser iguales a los retornos reales generados por dicha inversión. Para ello, debe estar libre del riesgo de “default” o no pago, lo cual básicamente deja por fuera cualquier acción emitida por una firma privada. Los únicos valores que se consideran libre de riesgo son los emitidos por los gobiernos centrales, sin indicar con esto que no posea riesgo sino que en últimas el gobierno, aunque sea en términos nominales, siempre puede emitir más dinero para cumplir sus obligaciones; en otras palabras tiene el menor riesgo de solvencia.

También, el valor debe estar libre del riesgo de reinversión. Esto es muy complicado debido a que las tasas de los bonos del tesoro siempre están cambiando aún en intervalos muy cortos de tiempo.

La tasa libre de riesgo debe ser consistente con la forma como los flujos de caja están siendo calculados. En otras palabras, si los flujos de caja están siendo calculados en dólares, la tasa libre de riesgo debe ser la tasa de los bonos del tesoro de los Estados Unidos. Esto implica que no es donde la firma este domiciliada sino la moneda en la que se calculan los flujos de caja, lo que determina la tasa libre de riesgo a utilizar.⁴²

Otro aspecto importante es que para condiciones de alta e inestable inflación, las tasa utilizadas son reales, es decir ajustadas descontando el efecto de la inflación.

Dado que los flujos de caja de la empresa se expresan en dólares americanos, se optó por tomar como tasa libre de riesgo la tasa de los bonos del tesoro de los Estados Unidos de América.

3.3.1.2 Beta. Los modelos de riesgo y retorno en finanzas determinan que el riesgo de una inversión debe ser el riesgo percibido por un inversionista con un portafolio bien diversificado y que el retorno esperado debe ser una función de esta medida de riesgo. Por tanto el riesgo que debe ser compensado es sólo aquel que una inversión adiciona al portafolio y no el riesgo total. Sin embargo, existen diferencias en la forma como medir este riesgo.⁴³

⁴² Estimating Risk Parameters, Aswath Damodaran, Stern School of business., pg.10, 2002

⁴³ Estimating Risk Parameters, Aswath Damodaran, Stern School of business., pg.10, 2002

Normalmente el riesgo se define en términos de la varianza de los retornos con respecto a un retorno esperado y por tanto se estima determinando la pendiente de la recta resultante de la regresión de los retornos de una acción en particular vs. los retornos de un índice de mercado que sirve como referencia.

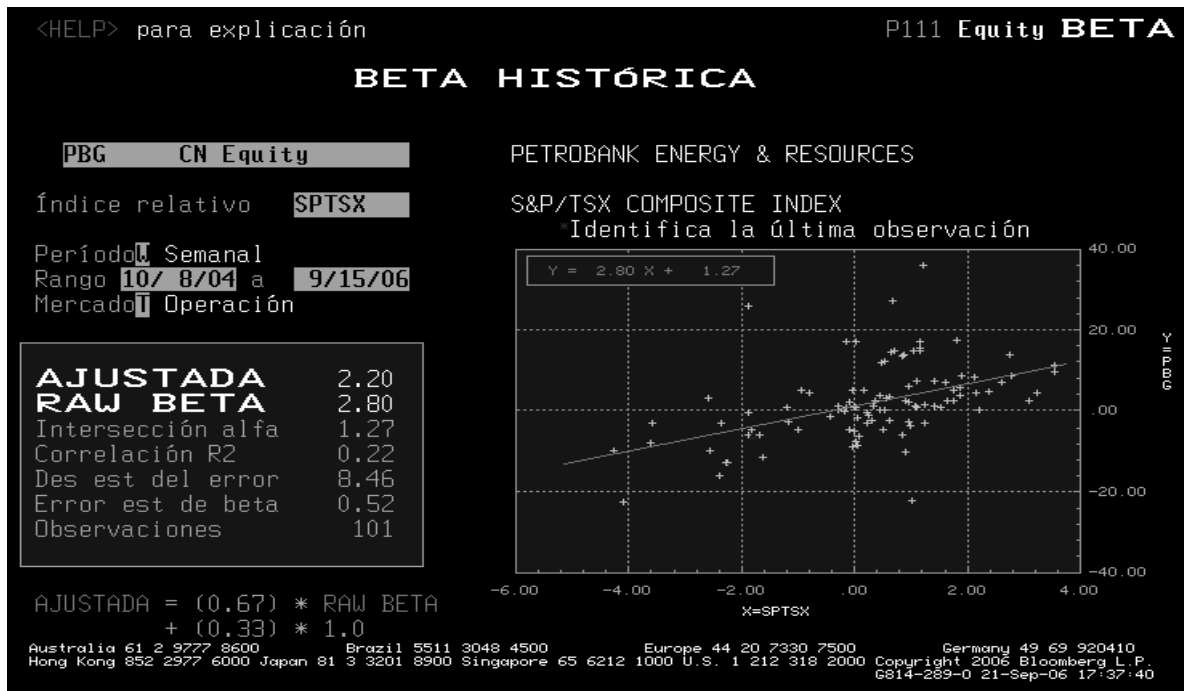
Existen tres aspectos claves a la hora de determinar Betas:

- 1.) Selección del índice del mercado de referencia: Normalmente los índices incluyen solo un subconjunto de valores de un mercado en particular. En muchos mercados emergentes, los índices utilizados no representan adecuadamente al mercado e incluyen solo unas cuantas docenas de empresas.

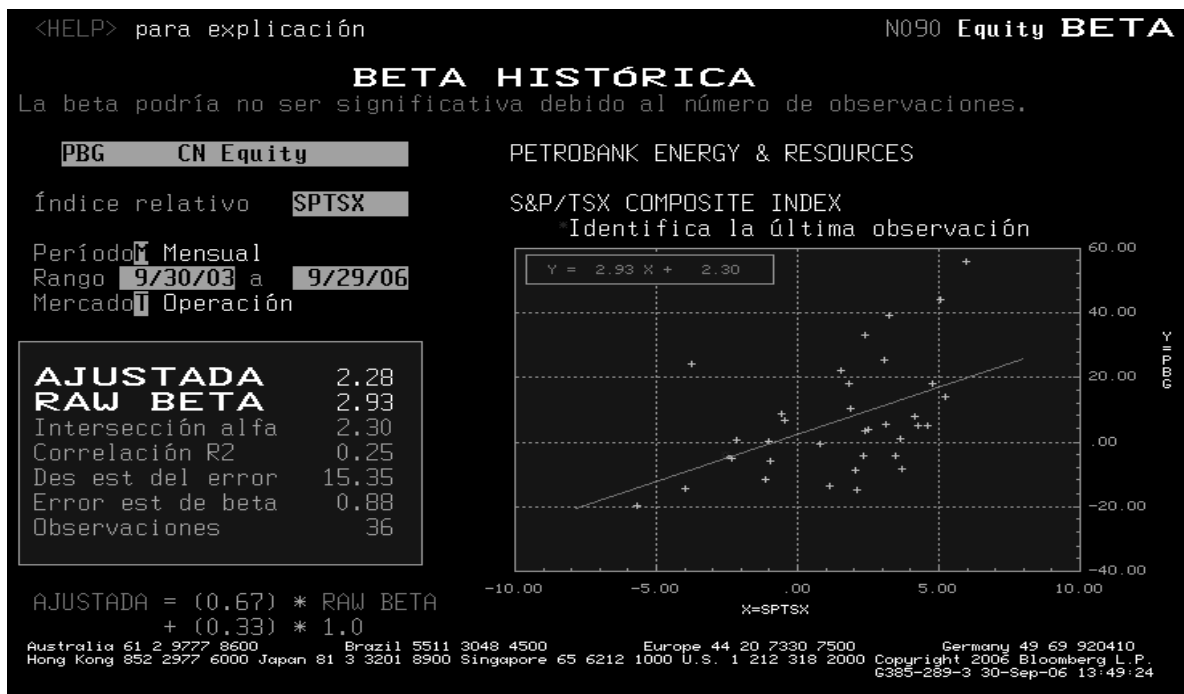
Es importante tener en cuenta que es mejor utilizar índices que incluyen bastantes compañías que índices que incluyen solo pocas compañías. También si el índice es ponderado es mejor a que si no lo es. Por este motivo se justifica el uso del S&P 500. Aunque contiene menos compañías que el NYSE o el Wilshire 5000, es ponderado y contiene a las 500 compañías más grandes. El S&P 500 es el índice más utilizado para el cálculo de Betas en los Estados Unidos.

- 2.) Escogencia del período de tiempo: En la medida en que se utilice un período de tiempo más largo, se tienen más observaciones para la regresión, pero la firma pudo haber cambiado en ese lapso sus características tales como su mezcla de negocios, y apalancamiento. El objetivo es determinar el mejor beta que sirva hacia el futuro. En principio por tanto se deben utilizar períodos

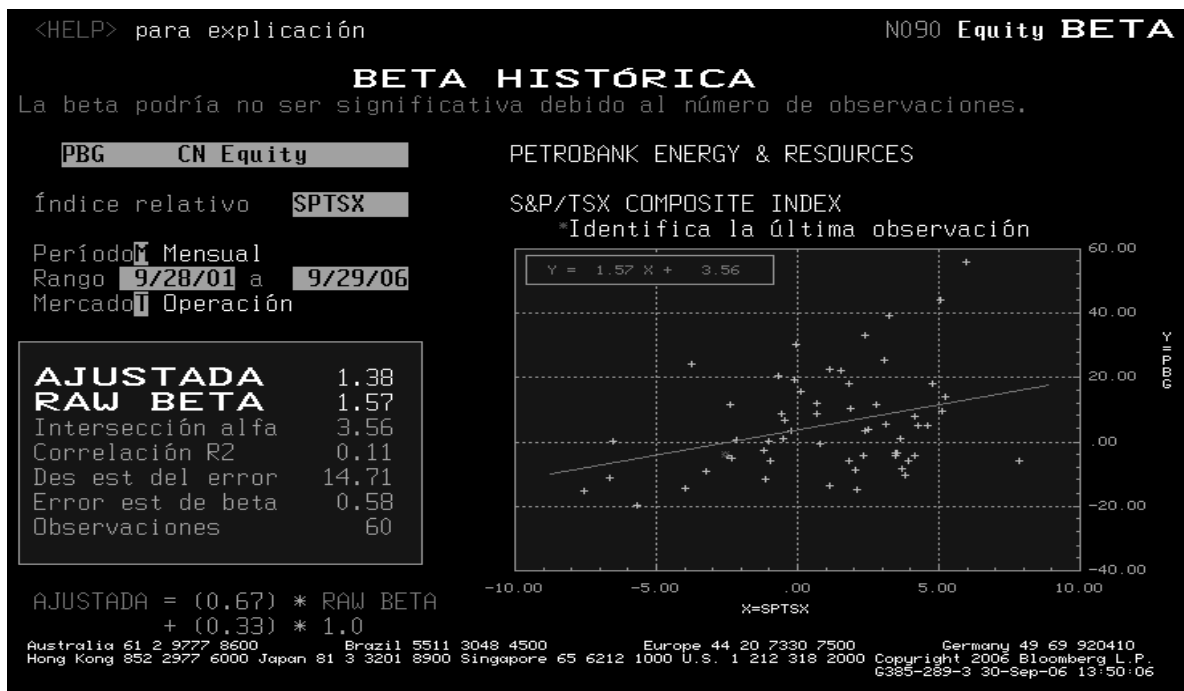
cortos de tiempo para firmas que hayan afrontado cambios significativos durante los últimos años. En la figura 13 se puede observar el cambio en la determinación del Beta de Petrobank para varios periodos de tiempo.



a.) Beta calculado sobre un horizonte de tiempo de 2 años



b.) Beta calculado sobre un horizonte de tiempo de 3 años



c.) Beta calculado sobre un horizonte de tiempo de 5 años

Figura 13. Estimación de Beta para varios horizontes de tiempo. (Fuente Bloomberg).

Como se observa, los valores de Beta son de 2.8, 2.93 y 1.57 para los horizontes de tiempo de 2, 3 y 5 años respectivamente, generando una variabilidad muy alta que desde luego puede afectar significativamente los cálculos de las tasa de descuento para efectos de la valoración de la compañía. Desafortunadamente, la correlación (R^2) de los datos es demasiado baja como para ser utilizada con un alto grado de confianza y por esto se decidió hacer una sensibilidad utilizando tanto este beta como el beta para la industria reportado por Damodaran⁴⁴, el cual incluye un promedio de varias compañías dentro de las cuales se encuentra Petrobank Energy. Este valor es de 0.6 (desapalancado). Una vez ajustado por el efecto de apalancamiento, el valor de beta es de: 0.67.

Si tomamos el valor de beta obtenido en el período de los dos últimos años, es decir 2.2 y se corrige por el apalancamiento tenemos:

$$\beta_{\text{apalancado}} = \beta_{\text{no apalancado}} * (1 - t) * (D/E) = 2.2 * (1 - 0.1084) * (0.0597) = 2.28$$

La información acerca de la relación D/E se obtiene de los estados financieros y puede ser consultada en el servicio Bloomberg, tal y como aparece en la figura 14:

⁴⁴ Estimating Risk Parameters, Aswath Damodaran, Stern School of business., pg.10, 2002

<HELP> para explicación P111 Equity WACC

COSTE MEDIO PONDERADO DEL CAPITAL
PBG CN Petrobank Energy & Resources Ltd

Estructura del capital social		Estructura de la deuda	
Cap mercado	932.58	Deuda a corto plazo	59.23
Acciones preferentes	0.00	Deuda a largo plazo	0.00
Peso acc ordinarias	94.03%	Peso a corto plazo	5.97%
Peso acc preferentes	0.00%	Peso a largo plazo	0.00%

Figura 14. Estructura de la Deuda y capital de Petrobank Energy. (Fuente Bloomberg).

3.) Escogencia del período de los retornos: Los retornos pueden ser medidos en forma diaria, semanal, mensual, trimestral, semestral ó anual. Observaciones diarias proveen un gran número de datos pero tienen el problema de la presencia de momentos en los que no hay transacciones, lo cual reduce la correlación con el índice del mercado y el estimado del beta,⁴⁵ Un estimado mensual provee suficiente información sin las desventajas de las observaciones diarias.

3.3.1.3 Prima de riesgo. La prima de riesgo debe medir lo que los inversionistas, en promedio, demandan como retomo extra para invertir en un portafolio con relación a la tasa libre de riesgo.

El enfoque estándar para estimar las primas de riesgo se basa en el uso de retornos históricos de una acción en particular comparados con los retornos

⁴⁵ Estimating Risk Parameters, Aswath Damodaran, Stern School of business., pg.10, 2002

históricos de un activo considerado libre de riesgo como son los bonos del tesoro de los países.

Este enfoque es bastante limitado aún en mercados como el de Estados Unidos que posee la mayor información posible y completamente inútil en mercados emergentes, donde las bases históricas tienden a ser limitadas y ruidosas. Damodaran sugiere el uso de una prima base para el patrimonio y una prima de riesgo país⁴⁶.

La diferencia, en base anual, entre los dos retornos se presenta como la prima de riesgo histórica. Sin embargo, aunque existe consenso en que esta es una práctica aceptable, hay una gran diferencia en las primas que se utilizan en la práctica. Para los Estados Unidos el rango varía entre el 4% y el 12%. Las diferencias se producen debido principalmente a tres factores:

1.) El período de tiempo utilizado en el análisis: Mientras un período de tiempo largo tiene la ventaja de tener bastante información, en ocasiones se prefiere utilizar períodos cortos y recientes para reflejar la situación actual de cada negocio. El error en el cálculo de la prima de riesgo puede oscilar entre un 3 a un 9% para períodos de cálculo de 50 y 5 años respectivamente.

2.) Selección del activo libre de riesgo: Es frecuente calcular las primas de riesgo comparando los retornos de las acciones con los retornos generados por bonos del tesoro ó notas de tesorería. Cualquiera que se utilice para la determinación de la prima de riesgo, debe ser la misma que se utilice como tasa libre de riesgo en el cálculo del costo de patrimonio. Para este caso en particular y siguiendo la

⁴⁶ Ibid., pg. 10.

práctica común en finanzas corporativas y valoración, se utilizará una tasa de largo plazo, “default-free” representada por los bonos de tesorería del gobierno de los Estados Unidos.

3.) Promedios Aritméticos y geométricos: Mientras el promedio aritmético representa un simple promedio sobre series anuales de retornos, el promedio geométrico representa un retorno compuesto. Si los retornos no estuviesen correlacionados de un año a otro, el promedio aritmético es una buena medida pero se han encontrado evidencias en el sentido de correlaciones fuertemente negativas de los retomo sobre periodos de varios años.

Debido a los problemas en deteminar una prima de riesgo adecuada para negocios por fuera del mercado de los Estados Unidos, se ha propuesto la siguiente solución, la cual se ha utilizado en este caso en particular de la valoración de Petrominerales:

Prima de riesgo sobre el patrimonio = Prima base para mercados maduros + Prima país.

Como prima base para países maduros se utilizan los retornos de los bonos de tesorería de los estados unidos, calculados con promedio geométrico.

La prima país refleja el riesgo en un mercado específico. Para estimarla, se necesita medir el riesgo país y convertir la medida de riesgo país en una prima de riesgo. De igual forma, evaluar como las compañías individuales en ese país están expuestas al riesgo país.

Medición del riesgo país:

Una de las medidas más usadas y fácilmente accesibles es la calificación de riesgo de la deuda de un país dada por agencias tales como S&P, Moody's e IBCA. Esta calificación mide el riesgo de no pago y está influenciada por aspectos tales como la estabilidad política y monetaria, así como la balanza comercial. Se indica por unos puntos porcentuales por encima de las tasa de los bonos del tesoro de los estados unidos.

Para el caso de Colombia, esta calificación reporta un valor de "spread" de 120 Puntos básicos en Enero de 2006.

Estimación de la prima de riesgo del país:

La prima de riesgo del patrimonio de un país es mayor que el "spread" dado por la posibilidad de no pago. Para corregir esta, se multiplica por la volatilidad relativa del mercado dada como la volatilidad del mercado de patrimonio sobre la volatilidad del bono del país. Para países emergentes, Damodaran utiliza un factor de 1.5 veces, sobre la base de que en estos países el mercado accionario es aproximadamente 1.5 veces más volátil que el mercado de los bonos.

Estimación de la exposición a las primas de riesgo país.

Existen tres puntos de vista con relación al riesgo país:

1.) Todas las compañías está igualmente expuestas al riesgo país: En este caso la prima por riesgo país se adiciona al producto del beta por la prima de riesgo de la siguiente manera:

$$\text{Costo del Patrimonio} = R_f + \beta(R_m - R_f) + R_p$$

2.) Asumir que la exposición de una compañía al riesgo país es proporcional a su exposición a todos los otros riesgos del mercado, el cual es medido por el beta. En este caso el beta multiplica la suma de la prima de riesgo y el riesgo país:

$$\text{Costo del Patrimonio} = R_f + \beta((R_m - R_f) + R_p)$$

3.) El enfoque más general y preferido es considerar que la exposición de la compañía es diferente a su exposición a los otros riesgos. Por ejemplo si una compañía deriva sus ingresos en U\$ principalmente, vendiendo en un mercado global, está menos expuesta al riesgo país que una compañía manufacturera que deriva sus ingresos del mercado local. Para esto se calcula un factor λ , que pondera el efecto del riesgo país sobre el costo del patrimonio, de la siguiente manera

$$\text{Costo del Patrimonio} = R_f + \beta(R_m - R_f) + \lambda R_p$$

En una compañía en la que sus ingresos por ejemplo sean un 80% en dólares por el concepto mencionado anteriormente, un estimado razonable del factor λ es 0.25
Como resultado de toda esta investigación y análisis, se determinó el costo del patrimonio para el caso particular de Petrobank-Petrominerales de la siguiente manera:

Tasa libre de riesgo:

Tasa de los bonos del tesoro de los Estados Unidos para el mes de Octubre de 2006 fue de : 4.78%⁴⁷.

Prima de riesgo:

Prima histórica de riesgo para los Estados Unidos: 4.8%⁴⁸. Esta prima corresponde al promedio geométrico de los rendimientos accionarios sobre los bonos del tesoro en el periodo desde 1928 hasta 2005.

Beta:

Beta apalancado para el período de los 2 últimos años: 0.67 (De acuerdo a Damodaran)

Beta apalancado para el período de los 2 últimos años: 2.28 (de acuerdo a estados financieros y cálculo real de Beta)

Riesgo país:

Riesgo país para Colombia a Enero de 2006: 6.6%⁴⁹. En adición a la información registrada en www.moodys.com, también se puede encontrar en la página de Damodaran, bajo la sección: Country default spread and risk premiums, Updated: January 2006.

Costo del patrimonio:

⁴⁷ www.federalreserve.gov/releases/h15/update

⁴⁸ Damodaran, Aswath. Annual returns on stocks, T.Bonds and T. Bills: 1928-current. Stem School of business. www.stern.nyu.edu/~adamodar

⁴⁹ www.Moodys.com

Para el caso de Beta = 0.67; $4.5\% + 0.67*(4.8\%) + 0.5*6.6 = 11.3\%$ (caso 1)

Para el caso de Beta = 2.28; $4.5\% + 2.28*(4.8\%) + 0.5*6.6 = 19.0\%$ (caso 2)

Costo de la Deuda: 5.77%

Peso de la Deuda: 6%

Con estos parámetros se determinó finalmente el costo promedio ponderado de capital que se usó como tasa de descuento de los flujos de caja para hallar el valor de la firma:

Costo promedio Ponderado de capital (CPPC) - Caso 1: 10.96%

Costo promedio Ponderado de capital (CPPC) - Caso 2: 18.23%

3.3.2 Flujos de caja

Los flujos de caja para la valoración se generaron teniendo en cuenta los siguientes criterios, supuestos y proyecciones (anexo C):

- 1.) Los flujos de proyectaron hasta el año 2023, año en el cual vence el contrato de producción incremental y en el cual el campo y todos los activos pasarían a propiedad de Ecopetrol si es que no se decide solicitar una prórroga. Para el caso de esta valoración no se supuso ninguna extensión contractual y el valor terminal de los activo se asume como cero.
- 2.) Los ingresos de Petrominerales corresponden al producto de su participación en la producción incremental total de los campos Orito y Neiva por el precio neto que recibe la compañía por cada barril de petróleo. Este precio es el resultado de sustraer a la cotización WTI (West texas Intermediate), que se supuso promedio para el 2006 en 58 U\$/bbl (dólares por barril), un diferencial

por efectos de calidad del crudo, manejo y transporte, correspondiente a 9.9 U\$/bbl para el mismo año. El diferencial obedece a una formula establecida en el contrato de venta de crudo y se calcula para cada año de la proyección. El precio WTI se estima para cada año y se presenta junto con el diferencial en el cuadro de flujos de caja.

- 3.) Las regalías que se pagan a la nación son del 8% siempre y cuando la producción este por debajo de 5000 bopd (barriles de aceite por día). Si la producción está entre 5000 y 125000 bopd, las regalías varían proporcionalmente entre el 8 y el 20%. El valor de las regalías durante le período de evaluación es de 1233.4 MMU\$
- 4.) Los gastos operativos corresponden al producto de la tarifa por barril que se paga a Ecopetrol por el manejo de la producción más costos intemos operativos de Petrominerales, por la producción total. Estos costos suman un total de 155,6 MMU\$ para el período de evaluación.
- 5.) Con la infomación de los numerales 1 a 4, se detemina el EBITDA que corresponde a 1321.4 MMU\$ para el período de evaluación.
- 6.) Los gastos de capital proyectados para el período de evaluación corresponden a 216 MMU\$.
- 7.) Una vez hecho el cálculo de DD&A correspondiente a Depreciación, Depleción y amortización y se calculan las utilidades antes de impuestos. Paso seguido se hace el cálculo de impuestos y de la utilidad neta.
- 8.) Con toda la infomación anterior se calculó el flujo libre de caja, que se descontó al costo promedio Ponderado de Capital (CPPC) para determinar el valor de la firma.

9.) De acuerdo a esto, se obtiene un valor para Petrominerales en cada uno de los casos de:

Caso 1: 385 MMU\$

Caso 2: 287 MMU\$

El número de acciones de Petrominerales se fijó en 95 millones, de los cuales 79 corresponden a la oferta secundaria o "secondary offering" que en principio corresponden 100% a los accionistas de Petrobank y de 15 millones de la oferta de tesorería o "treasury offering" que son acciones nuevas emitidas por Petrominerales y cuyos fondos van exclusivamente para Petrominerales. De acuerdo a esto el valor por acción para cada caso sería:

Caso 1: 4.06 U\$/shr. \approx 4.51 CAND/Shr.

Caso 2: 3.03 U\$/shr. \approx 3.36 CAND/Shr.

(utilizando tasa oficial de cambio de 0.9 U\$/CAND, durante el mes de Septiembre de 2006).

Como se observa, el cálculo es muy similar al valor de la acción que el mercado finalmente reconoció para Petrominerales (3.75 CAND/sh).

El riesgo de que el precio de mercado de una acción caiga por debajo del precio de suscripción es una función de la volatilidad de la acción de la compañía, el tono del mercado, las expectativas de ganancias y otros factores. Para evitar todo este riesgo, una compañía debe fijar el precio de suscripción muy por debajo del precio

de tal forma que virtualmente no hay posibilidad de que el precio de mercado caiga por debajo de el.

Entre mayor sea el descuento mayor es la posibilidad de que la oferta sea exitosa. Sin embargo, entre mayor sea el descuento mayor es la cantidad de acciones que la compañía deberá vender para alcanzar a conseguir una determinada cantidad de dinero y por tanto mayor la dilución de las ganancias por acción. Si la firma desea mantener los mismos dividendos por acción, se deberán pagar mayores dividendos. En este caso las desventajas de una subvaloración deben ser balanceados contra el riesgo de que el precio de mercado caiga por debajo del precio de la suscripción.

Estudios empíricos sugieren que en promedio los IPO's se venden con un descuento significativo (por encima del 15%) de los precios de mercado. Para explicar este hecho se ofrecen varias explicaciones. Una de ellas es la asimetría de información que existe entre la compañía y el banquero de inversión y entre los inversionistas que tienen información a distintos niveles.⁵⁰

De acuerdo a los valores oficiales de la emisión, este descuento en el precio de la suscripción estuvo dentro de los promedios esperados. Si se toma como referencia la valoración del caso 1, vemos que corresponde a un descuento del

⁵⁰ ⁵⁰ Van Horne, James C. Financial Management and Policy, Prentice Hall, 9th edition, 1992 pg. 558

17% sobre el mejor estimado de la valoración. Para el caso 2, el mercado reconoció un valor un 12% mayor que lo establecido por esta valoración.

3.4 VALORACIÓN RELATIVA

La valoración relativa permitió comparar a Petrominerales con el grupo de compañías de características similares en el mercado mencionado en el capítulo 3. Normalmente la valoración relativa se hace comparando aspectos tales como la relación del precio al flujo de caja, o al valor en libros. Aunque este tipo de análisis aporta desde luego una información valiosa a la hora de valorar una compañía, en el caso de empresas del sector petrolero se utilizan parámetros adicionales que tratan de definir el valor por barril de reservas o por barril en producción de este tipo de compañías.

Para el caso de la valoración de Petrominerales, básicamente tres parámetros principales se utilizaron como base de comparación:

- Valor de la compañía/producción actual: Consiste en el cociente resultante de dividir el valor de la empresa por la producción diaria de barriles de crudo. En otras palabras equivale al valor de cada barril en producción diaria. Este parámetro osciló entre CAD\$70,000 y CAD\$435,000 U\$/barril por día para el grupo de compañías analizadas. Para el caso de Petrominerales, este valor estuvo entre los CAD\$114,000 y 153,000 para los casos 1 y 2 respectivamente, estando dentro del rango bajo de las demás compañías.

- Valor de la compañía/Reservas totales probadas: Corresponde al cociente resultante de dividir el valor de la empresa entre el volumen de reservas probadas en millones de barriles. Este valor de reservas es asignado por un analista independiente y certificado por la comisión de valores. En otras palabras asigna un valor a cada barril de reservas que posee la compañía en el subsuelo. Para el grupo de compañías analizadas este valor oscila entre los CAD\$27 y 147 por barril. Para el caso de Petrominerales, los valores para los casos 1 y 2 fueron de CAD\$31 y 41, de nuevo estando dentro del rango de las demás compañías en la parte baja.
- Valor de la empresa/Reservas probadas y probables: En este caso el valor de la empresa se divide entre el valor de reservas probadas y probables en millones de barriles. Para el grupo de compañías analizadas, este valor estuvo entre CAD\$8 y 110 por barril. Petrominerales reporta un valor de CAD\$19 y 26 por barril.

La tabla 6 muestra la comparación de diferentes parámetros financieros normalmente utilizados para el grupo de compañías seleccionado, obtenidos de Bloomberg⁵¹. La tabla 7 muestra la comparación de los parámetros técnicos acabados de mencionar para el grupo de compañías del análisis.

Tabla 6. Comparación de parámetros financieros tradicionales.

⁵¹ Servicio de información Bloomberg y www.bloomberg.com

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.

COMPANY	Symbol	BETA	CREC. VENTAS	DT/AT	Costo cap - WACC	Costo Deuda - WACC	WACC	PR/FC	PR/VALOR LIBROS	PR/FL CAJA LIBRE	DEUDA NETA/SHR
PETROLIFERA	PDP	N	N	O	11,35	0	11,35	N	19,37	N	-0,57
SOLANA	SOR	1,92	17,97,43	0	18,1	0	18,1	N	0,71	N	N
TRANSGLOBE	TGL	1,65	86,32	0	16,15	0	16,15	155,94	3,11	153,65	N
CANDAX	CAX	N	N	N	11,35	2,27	10,57	N	0,86	N	N
PAN-OCEAN	POC/A	N	46,77	5,77	11,35	2,82	10,85	N	N	N	N
CALVALLEY	CVLA	1,68	N	P0	16,32	0	16,32	N	5,49	N	N
NEXEN	NXY	1,96	34,6	25,27	18,4	2,66	15,32	N	3,64	N	13,94
PETROBANK		2,24	N	18,79	20,4	5,77	19,45	N	5,76	N	0,37
MANHOF	IF	2,00	67,46	2,76	18,72	5,98	18,55	N	1,44	N	N
TALISMAN	TLM	1,79	50,26	23,25	17,18	2,08	14,82	16,56	3,01	15,5	3,76
CAN. NAT. RESOURCES		2,13	33,74	15,2	19,64	2,88	16,96	N	2,94	N	6,16
AVERAGE		1,92	302,37	11,38	16,27	2,22	15,31	86,25	4,63	84,58	4,73

(Fuente: Bloomberg)

Tabla 7. Comparación de parámetros técnicos

VALORACION RELATIVA

COMPANY	SYMBOL	ENTERPRISE VALUE	COUNTRY OF OPERATION	CUR RENT PROD.	PROVEN RESERVES	P+P RESERVES	OIL SALES PRICE	METRICS			
								OIL FIELD NETBACK	EV/CURRENT PROD.	EV/TOTAL PROVEN	EV/TOTAL P+P
Petrolífera	PDP.TO (T)	484,3	Peru & Argentina	3200	9,1	24,1	43,73	26,21	15134,38	53,2	20,1
Solana	SOR (TSX)	111,4	Colombia	793	0,8	1	46,3	33,24	14047,92	139,3	111,4
Emerald Energy	EEN (AIM)	424,3	Colombia	4336	na	36,8	46,18	32,3	9785,52	na	11,5
Global Energy	GED (AIM)	220,2	Colombia	2811	6	20,8	50,88	35,12	7833,51	36,7	10,6
Transglobe	TGL (TSX)	352,1	Yemen, Egypt	5027	7,8	10,5	60,14	32,39	7004,18	45,1	33,5
Candax	CAX (TSX)	205,3	Tunisia	471	7,7	25	26,19	20,74	43588,11	26,7	8,2
Pan-Ocean	POC (TSX)	973,1	Gabón	9398	35,9	67,5	51,77	38,83	10354,33	27,1	14,4
Calvalley	CVLA (TSX)	726,7	Yemen, Egypt	5000	4,9	9,7	na	na	14534,00	148,3	74,9
Petro mine rates	PMG.TO	322,2	Colombia	2827	10,5	16,8	53,62	39,84	11398,03	30,7	19,2
	PMG.TO	433,3	Colombia	2827	10,5	16,8	53,62	39,84	15328,38	41,3	25,8

(Fuente: Bloomberg)

3.5 PROSPECTUS

El “prospectus” es el nombre del documento final que se entrega a la comisión de valores y que se distribuye entre los potenciales accionistas para que tengan una visión lo más completa posible sobre la compañía y sus planes. Es la base sobre la cual toman o no su decisión de invertir en el IPO.

A continuación se describen aspectos básicos del mismo que ayudan al lector a tener una clara idea general de los aspectos allí tratados y descritos en detalle en el anexo E de este documento.

Resumen del Prospecto

A continuación sigue un resumen de las características principales de las ofertas y está calificado por y debería ser leído en conjunto con la información más detallada, datos de reserva y datos financieros y declaraciones que aparecen en otras partes del presente prospecto. Ver “Glosario de Términos” para ver los significados dados a ciertos términos en mayúsculas usados en este resumen de prospecto.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Oportunidad para Invertir en una compañía de Petróleo y Gas Enfocada Exclusivamente en Colombia. La Compañía cree que Colombia ofrece una oportunidad excelente para la inversión en el sector de petróleo y gas con sus leyes revitalizadas para el petróleo y gas, régimen fiscal renovado y mayor acceso a tierra sin pagos iniciales de primas de tierras o derechos back-in del Estado. La Compañía ve a Colombia como un país rico en petróleo con potencial significativo para creación de valor a través de la aplicación de tecnología moderna y estrategias de producción a campos productores bajos en capitalización. Además de estas mejoras en la industria de petróleo y gas en Colombia, los entornos generalizados de negocios y seguridad han mejorado en forma significativa desde la elección del Presidente Álvaro Uribe en el 2002, quién implementó políticas que han resultado en una disminución significativa en niveles de criminalidad en el país. La Compañía disfruta de una ventaja significativa como “pionero” en Colombia, habiendo estado activa en el país desde 1996 a través de sus compañías predecesoras.

Activos Productivos y Reservas Significativos en Colombia. Petrominerales ofrece a los inversionistas exposición a producción existente significativa y potenciales beneficios a través de dos contratos de producción incremental (“IPCs”) en los campos de Orito y Neiva en Colombia. Como resultado de operaciones de perforación anteriores, recompletamientos en ciertos pozos existentes y el completamiento en los pozos Orito 117 y 118, la producción en participación directa (Working Interest) en Orito y Neiva en Mayo de 2006 promedió 2,588 bbl/d antes de la deducción de una regalía del ocho por ciento. Los pozos completados más recientemente por la Compañía, los pozos Orito 117 y 118, están produciendo actualmente una producción incremental bruta combinada de aproximadamente 2,000 bbl/d. Los ingenieros independientes de la Compañía han identificado 30 locaciones adicionales para perforación en Orito, las cuales tienen el potencial para aumentar la producción en forma significativa.

Desde Diciembre del 2004 a Diciembre del 2005, las reservas de la compañía aumentaron un 69 por ciento. La evaluación independiente de reservas más reciente, efectiva desde el 31 de Marzo de 2006, indicó reservas probadas, probables y posibles de 25.7 mmbbls a Marzo 31 de 2006, comparado con 22.3 mmbbls a Diciembre 31 de 2005 (basados en cada caso en los precios proyectados y caso de costos), representando un aumento adicional del 16 por ciento sobre aquel período de tres meses.

Base de Tierras para Exploración con Objetivos Identificados. La exploración está jugando un papel crecientemente importante en las actividades de la Compañía en Colombia. En el curso del 2005, Petrominerales aprovechó las oportunidades ofrecidas por los nuevos Contratos de Exploración que está ofreciendo ahora el gobierno colombiano. Bajo el nuevo régimen, a todos los operadores se les da acceso a cualesquier tierras no contratadas comprometiéndose a un plan de trabajo de exploración sin pago inicial al gobierno. Desde la introducción de estos cambios, Petrominerales ha firmado acuerdos dándole acceso a más de 2.5 millones de acres de tierra, con potencial para participaciones directas del 100 por ciento en algunas de las cuencas más prometedoras de Colombia.

De los más de 2.5 millones de acres, aproximadamente 372,000 acres están sujetos a cinco Contratos de Exploración respecto de las cuales la compañía ha hecho y está interpretando datos de sísmica 3D y está iniciando planes para perforar metas identificadas. El saldo de los aproximadamente 2.14 millones de acres son parte de cinco acuerdos de evaluación técnica (“TEAs”) en los cuales tiene la compañía preferencia para

evaluar y seleccionar tierras de exploración por medio de proponer compromisos de trabajo sobre dichas tierras.

La Compañía ahora ha adquirido cuatro nuevos programas de sísmica 3D y, a la fecha, ha identificado 16 indicios iniciales en estos bloques exploratorios.

Potencial para el Desarrollo de Crudo Pesado. De las cinco TEAs que ha ejecutado la Compañía, tres de ellas muestran potencial de aceite pesado. Estos depósitos pueden ser candidatos para la tecnología patentada de recuperación in-situ de aceite pesado, THAI™, de propiedad de Archon Technologies Ltd. (“Archon”), subsidiaria de propiedad de Petrobank. Hay evidencia de un cinturón de aceite pesado que se extiende a lo largo de la cuenca Llanos. Un número de campos han sido descubiertos y están produciendo aceite pesado que se transporta en camión o se mezcla con diluyente y se transporta al mercado por medio de oleoducto. La gerencia de la Compañía cree que estas áreas tienen el mayor potencial en Colombia. En consecuencia, considerando las similitudes geológicas entre el cinturón en Colombia y partes de Venezuela donde se ha desarrollado aceite pesado, la Compañía cree que hay un buen potencial para descubrir y producir recursos de aceites pesados en estas áreas. Petrominerales ha negociado acuerdos con Archon Technologies International Ltd. (“ATI”), una subsidiaria indirecta de propiedad de Petrobank, de acuerdo al cual Petrominerales tiene acceso a la tecnología “THAI™, sujeto a una tarifa de licenciamiento igual al 10 por ciento de la producción bruta. Ver “Tecnología de Aceite Pesado”.

Dirección y Junta Experimentados. La dirección, equipo técnico y personal clave de Petrominerales tienen experiencia sustancial operativa y en exploración en América del Sur, incluyendo Colombia. El equipo de la Compañía ha demostrado la habilidad de llevar a cabo exitosamente programas de exploración y desarrollo al tiempo que producen operaciones rentables. La dirección y el personal también tienen experiencia extensiva en Colombia, y han desarrollado una red de contactos y relaciones locales y regionales que realzan sus operaciones y habilidad para ejecutar sus programas. John D. Wright, el Presidente de la Compañía y Chief Executive Officer, ha demostrado anteriormente la habilidad para operar en América del Sur. Como Chief Executive Officer (1996 a 1999), el Sr. Wright llevó a Pacalta Resources Ltd. de 3,448 bbl/d a 44,825 bbl/d. Dicha compañía fue comprada por Alberta Energy Company (ahora llamada Encana Corporation) en 1999 por \$1,050 millones. La Junta Directiva de la Compañía está compuesta por experimentados directores de compañías de petróleo y gas y varios tienen experiencia extensa en América Latina. Los funcionarios y directores de la Compañía son dueños de 4,351,559 acciones de Petrobank, representando aproximadamente 6.5 por ciento (básico) de las acciones ordinarias en circulación de Petrobank. Luego del Cierre de las Ofertas (suponiendo que todas las acciones ofrecidas sean vendidas bajo la Oferta Secundaria), Petrobank conservará 75,000,000 de Acciones Ordinarias, representando aproximadamente el 78,9 por ciento de las Acciones Ordinarias en circulación.

LA COMPAÑÍA

La Compañía, a través de la subsidiaria de su propiedad, Petrominerales Colombia Ltd. (“PCL”) está dedicada a la exploración de, y adquisición, desarrollo y producción de, recursos petroleros en América Latina y, específicamente, Colombia. La estrategia de la Compañía es la de realizar flujos de caja de corto plazo a partir de oportunidades de producción aplicando tecnologías y modelos de negocios modernos a propiedades colombianas maduras, pero subexplotadas de anteriormente operadas por la Empresa Colombiana de Petróleos (“Ecopetrol”), la compañía estatal petrolera colombiana. Además, la Compañía planea aumentar su crecimiento a través de exploración impulsada por oportunidades sobre las propiedades sin desarrollar de la Compañía en Colombia.

La producción actual de la Compañía se deriva de dos IPCs, en Orito en la cuenca Putumayo en el sur de Colombia, y en Neiva en la cuenca del Alto Valle del Magdalena, cada uno en sociedad con Ecopetrol. El concepto IPC fue desarrollado en el 2000 por Ecopetrol para poder atraer inversiones de capital adicionales a campos que Ecopetrol sentía que tenían potencial significativo, pero para las cuales Ecopetrol no contaba con la capacidad financiera para su completo desarrollo. Cada IPC establece que PCL compartirá una porción (inicialmente del 79 por ciento en el caso del campo Orito y 69 por ciento en el caso del campo Neiva) de la producción incremental generada por sus actividades de desarrollo por encima de la producción de línea base. La producción de línea base de cada IPC se basa en la curva de declinación correspondiente a la historia de

producción original del campo. Exceptuando los gastos operativos internos, todos los gastos del campo son cubiertos por una tarifa por barril que Ecopetrol, como operador, recibe del socio en el campo. La producción de participación directa en cada campo está sujeta a una regalía del ocho por ciento pagada al gobierno colombiano. La producción de la Compañía promedió 2,588 bbl/d en Mayo de 2006 antes de deducir la regalía del ocho por ciento. Las reservas probadas más probables más posibles de participación directa de la Compañía sumaron 25.7 mmbbls a Marzo 31 de 2006. Los IPCs tanto para Orito como para Neiva vencen en Junio de 2023. Ver “Desarrollo General del Negocio”, “Descripción Narrativa del Negocio” y “Descripción de Propiedades”.

Para dar una plataforma para el futuro crecimiento, la Compañía, a la fecha, ha contratado un total de 2,516,966 acres de tierras prospectivas exploratorias en las cuencas Llanos y Putumayo, haciendo de ella uno de los tenedores de tierras más grandes en el país. Estas tierras están cerca de producción conocida con infraestructura cercana disponible. La Compañía ha llevado a cabo un extensivo programa exploratorio involucrando la adquisición y/o interpretación de grandes estudios de sísmica 3D en cinco bloques de exploración y el reprocesamiento y reinterpretación de datos de sísmica 2D existentes e información geológica sobre las áreas sujetas a TEAs. Esta posición respecto de tierras y la base de datos asociada a ella está generando un inventario de prospectos perforables y potenciales prospectos que serán evaluados más y perforados a través de los términos primarios de los Contratos de Exploración. El nuevo modelo de Contrato de Exploración en Colombia ofrece a la Compañía un régimen fiscal muy competitivo y la oportunidad de desarrollar nuevos descubrimientos con 100 por ciento de la propiedad de las reservas descubiertas, sujetas a una regalía inicial del ocho por ciento, con completo control interno de cualesquier programas de inversión y desarrollo. La Compañía sigue tras de otras oportunidades de exploración en Colombia. Ver “Descripciones de Propiedades – Contratos de Exploración y TEAs”.

PCL, a través de su relación con su compañía matriz indirecta, Petrobank, está tras de varias oportunidades de aceites pesados en Colombia. Estas oportunidades pueden estar abiertas a la aplicación de la tecnología THAI™ de Archon, que la Compañía tiene derecho a usar bajo el acuerdo de licenciamiento con ATI. Autoridades independientes en Colombia han identificado un cinturón de aceite pesado en la cuenca Llanos, la cual puede tener características de recurso y productividad similares al cinturón de aceite pesado Faja del Orinoco en Venezuela. Dos de los TEAs de la Compañía colindan una posición extensa de tierras controlada por Ecopetrol (Caño Sur), la cual es foco actualmente de un proceso de negociación por medio del cual Ecopetrol está intentando atraer a una compañía petrolera grande como socio en un proyecto de hasta US\$ 1.7 miles de millones para desarrollar recursos de aceites pesados. La tierra de la Compañía también aparece como prospectiva para acumulación de recursos en aceite pesado. Ver “Descripciones de Propiedades – Contratos de Exploración y TEAs”.

PROPIEDADES

Orito

El campo Orito (42,492 acres brutos) es el descubrimiento de petróleo más grande en la cuenca del Putumayo en el sur de Colombia y tiene infraestructura de campo extensa, buen control sísmico y conexión con un oleoducto de exportación subutilizado con un puerto de aguas profundas e instalaciones de cargue en la Costa del Pacífico. El campo fue descubierto por Texaco en 1963, inició producción en 1968, llegó a su pico de producción de 82 mbbbl/d en Julio de 1970 y revirtió de vuelta a Ecopetrol en 1979. Históricamente, Ecopetrol manejó el campo Orito sin los recursos de capital requeridos para un programa amplio de producción primaria tardía y recuperación secundaria. PCL adquirió su participación en el campo Orito en Abril de 2001 conforme a una IPC. Petrominerales tiene acceso a toda la infraestructura y datos existentes, mientras que Ecopetrol participa parcialmente (inicialmente el 21 por ciento) en la producción incremental, por encima de producción de línea base, generada por las actividades de desarrollo de la Compañía durante el término de la IPC. La IPC respecto del campo Orito vence en Junio del 2023.

Durante el primer trimestre de 2006, la producción bruta del campo en Orito promedió 4,118 bbl/d y la producción de línea base promedió 2,829 bbl/d, resultando en una producción incremental promedio de

1,289 bbl/d (1,018 bbl/d participación directa para la Compañía antes de la deducción de la regalía del ocho por ciento). Como resultado de recompletamientos en ciertos pozos existentes y el completamiento de los pozos Orito 117 y 118, la producción de participación directa de la Compañía en Orito en Abril de 2006 promedió 2,423 bbl/d antes de la deducción de una regalía del ocho por ciento. Con base en pruebas de pozo a comienzos de Abril de 2006, los pozos Orito 117 y 118 están produciendo 1,262 bbl/d y 950 bbl/d (997 bbl/d y 751 bbl/d de participación directa para la Compañía), respectivamente. La proyección de reservas probadas, probables y posibles preparada para la Compañía por DeGolyer y MacNaughton, ingenieros de reservas de petróleo y gas independientes de Dallas, Texas, EE.UU. (“D&M”), asume que se pueden perforar 30 nuevos pozos con tasas máximas de producción inicial de 400 bbl/d por pozo. En adición a dichas locaciones identificadas por D&M, la Compañía ha identificado 10 locaciones potenciales adicionales para la perforación.

A la fecha, el campo Orito ha producido un poco más de 226 mmbbls, incluyendo aproximadamente 187 mmbbls de la zona Caballos, el reservorio más significativo en Orito. La Compañía cree que esta tasa de recuperación está significativamente por debajo del promedio para un campo de este tipo. La mayoría de los gastos de la Compañía a la fecha se han enfocado en la zona Caballos, como será el caso para el resto del 2006. La Compañía cree que el campo Orito ofrece numerosas oportunidades para generar valor a través de perforación in-fill, extensión de campos, mejoramientos de facilidades, recuperación secundaria y otras técnicas de mejoramiento comprobadas en Colombia y otros lugares. La Compañía ha conseguido dos taladros bajo contratos a largo plazo y comenzó un programa de perforación continuo en Orito en Junio de 2006. Ver “Desarrollo General del Negocio”, “Descripción Narrativa del Negocio” y “Descripciones de Propiedades – Orito”.

Neiva

El campo Neiva de 2,395 acres en la cuenca del Alto Valle del Magdalena está aproximadamente a 300 kilómetros al noreste de Orito. Neiva se caracteriza por reservorios someros multi zonas lo cual facilita la perforación de producción a bajo riesgo. El reservorio de Neiva consiste en secuencias de arena y esquisto sumando hasta 1,500 pies de zona productora bruta en las zonas Honda y Doima/Chicoral. A la fecha, Petrominerales ha perforado siete pozos en la zona Honda, un pozo Doima/Chicoral y ha realizado 16 reacondicionamientos. Petrominerales está considerando un programa de perforación fase uno de hasta 10 nuevos pozos en Neiva comenzando en el 2006. La producción de línea base promedio 2,398 bbl/d en el primer trimestre, mientras que la producción incremental promedió 489 bbl/d (338 bbl/d en participación directa para la Compañía antes de la deducción de una regalía del ocho por ciento). Desde su descubrimiento en 1963, los reservorios Neiva Honda y Doima Chicoral han producido un acumulado de 49 mmbbls. Ver “Desarrollo General del Negocio”, “Descripción Narrativa del Negocio” y “Descripciones de Propiedades – Neiva”.

Bloques de Exploración y TEAs

Petrominerales ha firmado Contratos de Exploración y TEAs para nueve bloques que suman 2,483,295 acres en la cuenca Llanos y un Contrato de Exploración para un bloque de 33,671 acres en la cuenca Putumayo. “Desarrollo General del Negocio”, “Descripciones de Propiedades” y “Condiciones de la Industria – Mercado Colombiano”.

PROGRAMA DE TRABAJO PROPUESTO

La siguiente tabla detalla el programa de trabajo de la Compañía propuesto hasta el 2009 con base en un programa de perforación con tres taladros (un taladro dedicado a Orito, otro taladro compartido entre el Orito y el programa de perforación de la cuenca Llanos (ambos taladros están contratados) y un taladro dedicado a Neiva). A la fecha, la Compañía ha conseguido dos taladros bajo contratos de largo plazo. La Compañía planea ir activamente tras la contratación de un tercer taladro para permitirle llevar a cabo su programa de perforación en Neiva.

	2005	2007	2008	2009
Orinoco				
Development Wells	6	11	21	7
Workovers	2	1	*	*
Fracture Stimulations	6	6	*	*
Walsford Pilot		1	*	*
Neña				
Development Wells	4	16	21	*
Fracture Stimulations	5	*	*	*
Walsford Pilot	1	*	*	*
Exploration Contracts				
Josepo Exploration Well		1	*	*
Casimena Exploration Well		1	*	*
Casanae Este Exploration Well		1	*	*
Coastal Exploration Well		1	*	*
Las Águilas Exploration Well		1	*	*
Nebe				

El plan de exploración de la Compañía se enfoca en la región de los llanos en la cuenca Llanos donde los tamaños de tanques han promediado históricamente los 8 mmbbls y han llegado hasta 45 mmbbls. La Compañía ha identificado un número de indicios y prospectos de perforación y está enfocándose en tamaños de tanques con reservas potenciales entre 3 y 25 mmbbls cada uno. Estos prospectos están típicamente bien definidos a través de datos sísmicos 3D e incorporan trampas estructurales convencionales como también trampas estratigráficas, que rara vez han sido objetivos a la fecha en la cuenca. La Compañía utiliza los protocolos de adquisición de datos 2-D y 3-D más recientes y modernas herramientas de interpretación y evaluación para refinar estos prospectos. Si la perforación inicial en estos bloques es exitosa, la Compañía tiene planeado expandir la cobertura 3-D en estos bloques para evaluar y desarrollar adicionalmente su pleno potencial productivo. La Compañía ha identificado en la actualidad un total de 16 indicios y prospectos.

Debido a la naturaleza de la industria de petróleo y gas, los programas de trabajo se revisan de manera habitual respecto de el éxito de gastos y otras oportunidades que llegan a estar disponibles. El programa de trabajo real de la Compañía variará dependiendo de un número de factores, incluyendo éxito en perforación, disponibilidad de equipos de perforación y evaluación de datos sísmicos recién adquiridos de los bloques de exploración de la Compañía. En vista de lo anterior, aunque el programa de trabajo propuesto descrito arriba refleja la expectativa actual de la Compañía, el programa de trabajo real llevado a cabo por la Compañía podrá de hecho diferir del enunciado antes. Ver “Programa de Trabajo Propuesto” y “Factores de Riesgo”.

EL MERCADO COLOMBIANO

La dirección de la Compañía considera muy positivo el clima general para la inversión en Colombia. La economía colombiana ha crecido todos los años desde 1999. La inversión extranjera directa en Colombia aumentó en un 221 por ciento en el 2005 comparado con el 2004. La inflación en el país ha disminuido todos los años desde 1991 y fue del 5.3 por ciento en el 2005, la tasa más baja desde 1953 y 0.72 por ciento más baja que en el 2004. El producto interno bruto estimado per capita en el 2005 creció casi un 33 por ciento arriba del 2004. Durante el 2005, se hicieron fusiones y adquisiciones de un poco más de US\$ 10,000 millones, llevando a Colombia al segundo lugar solamente detrás de Brasil (US\$ 11,500 millones) en cuanto al valor de las transacciones de compra terminadas en el 2005 en América del Sur. Además, Standard & Poor's aumentó su calificación para la deuda a largo plazo del gobierno colombiano de BB (estable) a BB (positivo) en Febrero 22 de 2006. En Febrero del 2006, Colombia y los Estados Unidos negociaron un acuerdo de libre comercio que la industria espera contribuirá al crecimiento adicional de la economía colombiana. Adicionalmente, el entorno de seguridad en Colombia ha mejorado en forma significativa desde la elección del Presidente Álvaro Uribe en el 2002 junto con una disminución significativa en los niveles generales del crimen.

La dirección de la Compañía también considera que Colombia es un país rico en petróleo con un potencial significativo para creación de valor a través de la aplicación de tecnología y estrategias de producción modernas en campos productores subcapitalizados. Junto con este potencial, el gobierno colombiano ha demostrado su disposición a fomentar la participación extranjera en nuevos proyectos de exploración con la introducción de los Contratos de Exploración, los cuales dan a las compañías el 100 por ciento de la producción nueva, sujeto a una regalía inicial del ocho por ciento y tasas de impuestos normales, y los TEAs, que dan a las compañías acceso a bajo costo a áreas mayores para la evaluación preliminar antes de comprometerse a programas de exploración más extensos. La dirección considera que estos cambios, junto con los precios mayores de bienes básicos, han hecho de Colombia uno de los países más atractivos para que Petrominerales lleve a cabo su negocio.

El petróleo es en la actualidad la primera exportación y principal fuente de divisas de Colombia, constituyendo lo que se estima es la tercera parte de los ingresos por exportaciones del país. Históricamente, toda la producción petrolera provenía de concesiones otorgadas a operadores extranjeros o llevada a cabo por la estatal Ecopetrol en contratos de asociación con compañías extranjeras. Ecopetrol era formalmente responsable de toda la exploración, extracción, producción, transporte, y mercadeo del petróleo para exportación. Durante 1999 y el 2000, el país se consideraba en riesgo de convertirse en importador neto de petróleo a no ser que se descubrieran reservas adicionales significativas. Como resultado, el régimen regulatorio en Colombia fue sometido a un cambio significativo efectivo en Enero 1^{ero} de 2004 con la formación de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (“ANH”). La ANH es ahora la responsable de regular la industria petrolera colombiana, incluyendo el manejo de todas las tierras de exploración no sujetas a un contrato de asociación preexistente. La ANH comenzó a ofrecer todas las áreas no desarrolladas y sin licencias en el país bajo Contratos de Exploración y TEAs que resultaron en un aumento significativo en la actividad de exploración colombiana y competencia de acuerdo con la ANH. Desde la introducción de estos nuevos términos contractuales, fueron firmados 52 nuevos Contratos de Exploración y 35 TEAs para finales del 2005. Dentro de este entorno nuevo, la Compañía ha adquirido una significativa base de tierras exploratorias en Colombia de aproximadamente 2.5 millones de acres bajo Contratos de Exploración y TEAs. Ahora hay aproximadamente 76 compañías de petróleo y gas operando en Colombia.

Todos los antedichos datos e información en esta sección fueron suministrados por la Policía Nacional y Proexport Colombia, ambas agencias del Gobierno Colombiano.

Ver “Condiciones de la Industria – Mercado Colombiano” y “Factores de Riesgo”.

LA OFERTA

Emisor	Petrominerales Ltd.		
Accionista Vendedor	Petro International Ltd. (una subsidiaria de propiedad de Petrobank)		
	16,000,000 Acciones Ofrecidas		
	Has 4,000,000 Acciones Ofrecidas		
	\$3.75 por Acción Ofrecida		
	\$60,000,000 conforme a Oferta de Tesorería		
	Hasta \$15,000,000 conforme a Oferta Secundaria		
	Hasta \$75,000,000 total bajo las Ofertas		
	Ofertas en todas las provincias de Canadá distintas a Québec por medio de formulario largo de prospecto. El Suscriptor ha acordado colocar las Acciones Ofrecidas distribuidas bajo la Oferta de Tesorería sobre la base asegurada y las Acciones Ofrecidas bajo la Oferta Secundaria sobre la base “mejores es fuerzos”. La colocación privada en los Estados Unidos conforme a las exenciones frente a los requisitos de la <i>Ley de Títulos de los EE.UU. de 1993 (U.S. Securities Act of 1933)</i> , según se enmendó, y oferta a otras jurisdicciones según lo permitan las leyes de títulos aplicables y según lo acuerden en forma mutua el Suscriptor, Petrobank, el accionista vendedor y la Compañía		
		A Junio 13, 2006	
Acciones Ordinarias en Circulación:		Previo a la Terminación de la Oferta de Tesorería ⁽¹⁾	Después de la Terminación de la Oferta de Tesorería ⁽¹⁾
	Acciones Ordinarias (básico y diluido).....	79,000,000	95,000,000
	Nota:		
	(1) Siguiendo a la emisión de 78,999,900 Acciones Ordinarias conforme a la Transacción de Reorganización		
Tenencia de Acciones después del Cierre:	Después de efecto al Cierre de las Ofertas, Petrobank tendrá en forma indirecta aproximadamente el 78.9 por ciento de las acciones emitidas y en circulación de la Compañía, el 21.1 por ciento de saldo será el que tendrán		

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.

Cierre	<p>los inversionistas bajo las Ofertas, suponiendo que la cantidad completa de la Oferta Secundaria sea suscrita (83.2 por ciento y 16.8 por ciento, respectivamente, si no son vendidas Acciones Ofrecidas en la Oferta Secundaria). Ver “Accionistas Principales y Accionista Vendedor”.</p>				
Uso de los Fondos	<p>En o alrededor del 29 de Junio de 2006, sujeto a cambios, como puedan acordar el Suscriptor, la Compañía, el Accionista Vendedor y Petrobank, pero no más tarde que Julio 14 de 2006. Ver “Plan de Distribución”.</p> <p>La Compañía espera recibir aproximadamente \$55.8 millones de ingresos netos provenientes de la Oferta de Tesorería, después de deducir Honorarios del Suscriptor respecto de la Oferta de Tesorería y la participación de la Compañía de los gastos estimados de las Ofertas. La intención de la Compañía es utilizar estos fondos a lo largo de los próximos 12 meses para perforación de desarrollo y recompletamientos en Orito; pago de deuda a Petrobank; compromisos de trabajo en los bloques de exploración de la Compañía; gastos generales y administrativos, incluyendo capital de trabajo; y posible adquisición de predios adicionales para exploración y desarrollo, como se describen más en particular en la siguiente tabla:</p>				
					US\$ Millones
	<p>Orito – 5 pozos (US\$ 5.5 millones por pozo).....</p> <p>Recompletamientos</p> <p>Orito.....</p> <p>Bloques de exploración (2 pozos).....</p> <p>Devolución de préstamo a Petrobank⁽¹⁾</p> <p>Otros.....</p> <p>.....</p>				<p>27.5</p> <p>4.0</p> <p>10.0</p> <p>7.0</p> <p>2.3</p>
					US\$50.8
					Cdn\$55.8
	<p>Nota:</p> <p>(1) Conforme a un acuerdo crediticio entre Petrobank y PCL, Petrobank acordó seguir financiando los requerimientos de capital de PCL desde Abril de 2006 hasta la Fecha de Cierre. Cualesquier montos pendientes bajo el acuerdo crediticio, y cualquier monto de intereses pagaderos sobre el mismo a la Fecha de Cierre se espera sean pagados por la Compañía utilizando una porción de los fondos provenientes de la Oferta de Tesorería. La Compañía anticipa que el monto pendiente del préstamo será aproximadamente US\$ 7 millones a la Fecha de</p>				

	12,000 acciones ordinarias de PCL, siendo estas la totalidad de las acciones emitidas y en circulación de PCL en posesión del Accionista Vendedor, por 78,999,900 Acciones Ordinarias recién emitidas de Petrominerales. El 11 de Mayo de 2006, la Compañía enmendó su Acta de Constitución y Estatutos de Constitución para aumentar el capital accionario autorizado a 200 millones de Acciones Ordinarias y retirar las restricciones sobre la habilidad de la Compañía para ofrecer acciones al público. Ver “Desarrollo General del Negocio – Transacciones de Reorganización”.
--	--

FACTORES DE RIESGO

Una inversión en las Acciones Ordinarias se debe considerar altamente especulativa debido a la naturaleza del involucramiento de la Compañía en la exploración de, y la adquisición, desarrollo y producción de, reservas de petróleo crudo en Colombia. El negocio de la Compañía está sujeto a los riesgos normalmente encontrados en la industria de petróleos tales como: competencia con compañía con mayores recursos; fluctuaciones en el precio del mercado y demanda de petróleo crudo; incertidumbre respecto de adquisiciones, exploración y producción; riesgos relacionados con actividades de cobertura; la necesidad de, y habilidad de obtener financiación; incertidumbres políticas, económicas y de otra naturaleza; riesgos de divisas; el efecto de la regulación y políticas del gobierno; regímenes legales y regulatorios extranjeros; problemas de seguridad; variabilidad entre la producción y las evaluaciones de reservas reportadas; disponibilidad de equipos; diversos peligros operacionales tales como fuego, explosión y otros; regulación, riesgos y obligaciones en lo ambiental; dependencia en terceros operadores y personal clave; costos asociados con productos nuevos y el uso de tecnologías nuevas, conflictos de intereses potenciales que involucren al accionista principal de la Compañía y alguno de los directores de la Compañía y la dependencia de la Compañía de Petrobank y el Accionista Vendedor. Existen riesgos adicionales para los compradores de las Acciones Ofrecidas asociados con la naturaleza y estructura de las Ofertas, tales como: la ausencia de un mercado a través del cual se puedan revender las Acciones Ordinarias; volatilidad en los precios de la acción; discreción de la Compañía respecto del uso de los fondos provenientes de la Oferta; incertidumbre respecto de la declaración de dividendos; dilución de la inversión y la potencial falta de habilidad para hacer valer sentencias por fuera de Canadá. La información de reservas y recuperación contenidas en este prospecto son solo estimados y la producción y reservas últimas recuperadas de las propiedades de la Compañía pueden ser mayores o menores que los estimados contenidos en este prospecto. Ver “Factores de Riesgo”.

4. CONCLUSIONES

- 1.) Las compañías adoptan un proceso de reestructuración no solamente debido a problemas en el cumplimiento de sus compromisos financieros, sino muchas veces debido a la necesidad de hacer que el mercado reconozca un valor de una de sus líneas de producto o divisiones que no ha sido adecuadamente reconocido debido a que no ha logrado captar la suficiente atención y cubrimiento al ser una parte de un sistema mucho más grande y complejo. Este es el caso de Petrobank Energy and Resources y su subsidiaria Petrominerales Colombia Limited , en el que esta última representa un valor potencial muy importante para la corporación pero que no es reconocido como tal debido a que la casa matriz y sus operaciones en Canadá capturan la mayor parte de la atención y enfoque de los analistas.

- 2.) De las alternativas de reestructuración que normalmente el mercado utiliza, se descartaron aquellas que no lograban capturar en el futuro en forma de valor para los accionistas el amplio potencial de crecimiento que ofrece Petrominerales en Colombia, representado por uno de los mayores portafolios exploratorios que cualquier empresa pueda tener en Colombia y su posición privilegiada en campos de producción que se califican de clase mundial. Estas alternativas en particular se refieren a la venta de la

subsidiaria en su totalidad. La estrategia seguida de reestructuración en forma de una oferta pública de aproximadamente el 20% de las acciones de la compañía mediante un IPO y el “spin-off” que vendrá posteriormente, permite crear la mayor cantidad de valor para los accionistas al permitir materializar ese crecimiento que sin duda ha de venir debido a la diversidad de inversiones incluidas dentro del portafolio de la empresa.

3.) Aparte de la adecuada valoración de la compañía y la negociación del precio al que se venderá la acción en el IPO, la selección del momento oportuno para la realización del IPO es muy importante dentro del proceso de generación y captura de valor. Desde el momento en que se empezó a pensar en la idea de reestructurar la compañía y se tomó la decisión de hacerlo, pasaron casi cerca de dos años hasta que se materializó el proyecto. Dentro de los aspectos claves para haberlo hecho hacia mediados del presente año están el hecho de que la compañía comenzó a ver los resultados de sus inversiones por un aumento del 100% en la producción diaria de crudo con respecto a los niveles de comienzo de año, la cotización internacional del barril de petróleo alcanzó precios record y se concretaron nuevos contratos exploratorios con la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ente regulador del gobierno) que elevaron el número de nuevas áreas a un total de doce. Este escenario de resultados positivos, sin duda generó las condiciones propicias para que la percepción de Petrominerales fuese muy positiva por parte de los inversionistas en el exterior.

4.) La generación de valor hacia los accionistas se da por cuatro aspectos principales:

- Mayor cobertura de los analistas, al ser una compañía independiente y pública en el mercado de valores.
- Normalmente las subsidiarias reestructuradas atraen nuevos accionistas.
- Se mejora el desempeño operativo en forma significativa
- Mejora el gobierno corporativo e incrementa la flexibilidad estratégica.

5.) La reestructuración de Petrobank busca una mejora en el desempeño de Petrominerales basada en la existencia de una gerencia única y altamente enfocada en el nuevo negocio, que le permite tener mayor autonomía para la toma de decisiones generando un permanente reto hacia el logro de los objetivos y una constante búsqueda de cada vez mejores resultados. Lo anterior, en adición con un plan de retribución salarial por medio de opciones buscan que el compromiso y el esfuerzo de cada uno de los miembros de la compañía genere los mejores resultados para la organización.

6.) Dentro de las razones para volverse pública, Petrominerales busca aspectos de importancia significativa tales como:

- Mejor acceso a los mercados financieros al estar listada en una bolsa de valores de gran prestigio y movimiento.
- Mejores calificaciones para emisiones de deuda, basada en un cubrimiento más detallado por parte de los analistas.
- Acceder a la liquidez que representa estar en el mercado público de valores.
- Ganar el prestigio que conlleva para una compañía estar listada en una bolsa de valores.

7.) Para la valoración del IPO de Petrominerales, se utilizaron los métodos de flujos de caja libre descontados a la tasa equivalente al costo promedio ponderado de capital y el método de valoración relativa. Para el primero de ellos, el costo del patrimonio se calculó mediante CAPM. En dicho cálculo se utilizó el beta promedio de compañías productoras de petróleo como caso 1 y el beta calculado a partir de los retomos de la compañía, como caso 2. Los valores obtenidos para Petrominerales son de 390 y 290 millones de dólares, respectivamente.

8.) La valoración relativa permitió comparar a Petrominerales con compañías de características similares en el mercado. Tres parámetros principales se utilizaron de comparación:

- Valor de la compañía/Producción actual,
- Valor de la compañía /Reservas totales probadas,

- Valor de la compañía / Reserves: totales probadas y probables.

En cada uno de ellos, los valores reportados por Petrominerales estaban dentro del rango de valores de las compañías analizadas, especialmente en el rango de valores bajos. Este aspecto representa un atractivo para los inversionistas a la hora de comprar las acciones de la emisión porque se infiere que el precio es bajo comparado con el resto de compañías del mercado.

9.) Los “*underwriters*” juegan un papel clave al tener menores costos para la flotación de la acción. En principio, la empresa puede realizar toda la labor de oferta y mercadeo de las acciones pero esto puede resultar en un proceso bastante ineficiente y costoso debido a que normalmente las compañías no poseen los contactos ni la experiencia suficiente para realizar este tipo de labores, como si ocurre con los “*underwriters*”.

10.) La tasa de libre de riesgo para el caso de la valoración de Petrominerales, se tomó como el retorno de los bonos del tesoro de los Estados Unidos debido a que los flujos de caja se manejan en dólares americanos. Aunque no hay en principio ninguna tasa que sea perfectamente libre de riesgo, se toma esta tasa como referencia para este tipo de cálculos en virtud al bajo riesgo que representan este tipo de títulos valores en la economía más desarrollada del mundo. La prima de riesgo, se tomo también como un promedio histórico de los retornos del mercado americano, representados por la canasta del S&P 500, comparados contra la misma tasa de riesgo

mencionada anteriormente. Para la estimación del riesgo país se usó como referencia el spread de la deuda colombiana a Enero de 2006 asignado por Moody's, el cual era de 120 puntos básicos.

11.) La percepción de los inversionistas en el extranjero en cuanto al potencial de Colombia como destino de sus inversiones, es en general positiva aunque no deja de preocuparles el problema de seguridad interno que se vive en el país. Fue evidente durante el Road Show que la imagen del país ha mejorado significativamente en comparación de lo que se presentaba hace unos cuantos años. Se reconoce a Colombia como un país con condiciones de estabilidad política y fiscal mucho mejores que las de la mayoría de países de la región y esto alienta el esfuerzo de estos inversionistas especialmente en el sector energético al contar el país con importantes recursos aún sin explotar. De todas formas, en el momento de definir el precio de la acción, el mercado ejerce una presión a la baja, con lo cual las acciones salen con un valor menor que, como se vio en el capítulo 4, representó aproximadamente un 17% del precio de la acción respecto al mejor estimado de la valoración.

5. BIBLIOGRAFIA

Anslinger p, Klepper S. Breaking up is good to do. McKinsey Quarterly, 1999. Number 1.

Anslinger p, Bonini, S. Doing the spin-out. McKinsey Quarterly, 1999. Number 1, pp 5.

Aswath Damodaran, Estimating Risk Parameters, Stern School of business, 2002

Aswath Damodaran, Estimating equity risk premiums, Stern School of business. 2002

Bloch, Ernest. Investment Banking, 2nd edition, 1989. Dow Jones-Irwin, Homewood Illinois.

Bodie, Svie, Kane Alex, Marcus Alan J. Essentials of investments, 2nd. Edition, 1995.

Chávez Coca Mónica, Impacto económico del alza del precio internacional del petróleo. 2005. www.Monografías.com

Cornell, Joseph W. Spin off to pay off , Investing in corporate divestitures, 2002.

Emerging Stock Markets Factbook 2000, Standard & Poors, McGraw-Hill Company, 2000.

England, Robert S. How companies are unlocking value by carving out pieces of their business. CFO Magazine, March. 1999.

Frieswick, Kris. Spin Control- Spinning off your E-Business? Cfonet, CFO Magazine. May, 2000. P.6

Han Kim, E and Schatzberg, John D., Voluntary Corporate Liquidations. Journal of Financial Economics, December, 1987. Pag. 311-28.

Hooke, Jeffrey C. Security analysis on Wall Street. A comprehensive guide to today's valuation methods. Wilery Frontiers in Finance. 1999.

Leckey A. Spin-off may be undervalued opportunities. Chicago Tribune. Published: Saturday, March 13, 1999. Section: Business.

Moore, P.G. The Shackles of risk. The statistician, Vol.28, No.4. Partial proceedings of the 1979. J.O.S. Annual conference (Dec., 1979), pp. 281-293.

Nom, Asler. Spinning in circles? Spin-off and carve out: The latest thinking on these forms of financial engineering. (Finance). 2002, Highbeam Research.

Stewart, Janet K. Spin-off offering new investment options. Chicago Tribune. Published: Sunday, November 26, 2000. Section: Business. pp. 1

Valdez Stephen and Wood Julian, An introduction to global financial markets, Profile Financial Training, palgrave McMillan , 2003.

Van Horne, James C. Financial Management and Policy, Prentice Hall, 11th edition, 1998

www.ifc.org. Standard & Poors Global Stock Markets Factbook, 2005.

www.watsonwyatt.com/news

ANEXO A. CRITERIOS DE DESEMPEÑO PARA COMPAÑÍAS PETROLERAS

MEDIDAS DE RESERVAS

<p>Relación de Producción de reservas</p>	<p>Dividir el total de reservas probadas por la producción anual provee una relación que indica el tiempo esperado de vida de las reservas, antes de cualquier adición y asumiendo un comportamiento estable de producción que se sabe no ocurre realmente en la práctica. La dedinación anual para un campo petrolero promedio puede estar entre el 10 y el 30%. No existe garantía que todas las reservas indicadas puedan ser económicamente extraídas.</p>
<p>Cantidades estimadas de reservas probadas</p>	<p>Los pie de nota de los estados financieros tienen un resumen tabular de reservas que los ingenieros han determinado que son económicamente viables para explotar. Las reservas probadas desarrolladas pueden ser producidas a través de los pozos existentes. Las reservas probadas "no desarrolladas" necesitan que se perforen nuevos pozos para poder ser producidas y por tanto existe alguna incertidumbre con relación a sus costos de extracción.</p>
<p>Reservas por acción</p>	<p>Como su nombre lo indica, es un estimado rápido y de primera mano con relación a cuantos barriles hay disponibles por cada acción en el mercado.</p>
<p>Medida estandarizada de los flujos de caja netos futuros descontados a la cantidad de reservas probadas.</p>	<p>Usando los precios actuales por barril y los costos de extracción, la compañía provee un valor de los flujos de caja descontados a una tasa del 10% por mandato de la SEC. Aunque esto no refleja el riesgo real en la mayoría de los casos, sirve como medida estándar. Los precios no se escalan en el tiempo.</p>

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.

Territorio no desarrollado y costo por acre	Las compañías de Exploración y Producción (E&P) adquieren derechos en regiones promisorias con anticipación a exploraciones futuras. El tener estos derechos implica un costo para la compañía y por tanto también un valor dependiendo del potencial de las zonas a explorar.
---	--

DATOS OPERACIONALES

Precios promedio recibidos en la venta de crudo y gas	Tanto en las notas de pie de página de los estados financieros como en los formatos de las comisiones de valores (como la SEC) se suministra una tabla resumen de los precios promedio por barril de aceite y millón de pies cúbicos estándar de gas. Algunas compañías de E&P realizan contratos de cobertura ("hedging") a largo plazo para tener una estabilidad de precios que le permitan mejorar sus escenarios de planeación.
Costo de levantamiento por barril	Los estados financieros de las compañías de E&P separan los costos operativos que se requieren para extraer el crudo (levantamiento), de los costos administrativos y de los gastos por depleción, depreciación y amortización. Dichos costos son entonces divididos por el volumen de producción anual. Desde luego, bajos costos de levantamiento son benéficos para las compañías y representan en muchos casos una medida de su eficiencia operacional.

INFORMACION CONTABLE

Costos Generales y administrativos	Los costos generales y administrativos (G&A) se expresan como 1) Un porcentaje de las entradas ó 2) como un costo por barril de producción. Al igual que en el caso de los costos de levantamiento, bajos costos de G&A indican eficiencias de la compañía.
------------------------------------	---

<p>Flujos de caja y DDA (Depreciación, depleción y amortización)</p>	<p>DDA indican la amortización de gastos sustanciales de exploración y desarrollo que las compañías de E&P capitalizan en relación a las reservas. DDA es normalmente el mayor gasto de una compañía de E&P, y se generan sobre una base de producción por unidad. Aunque DDA es un gasto, no implica efectivo, y representa una porción significativa del flujo de caja operativo de una compañía de E&P. En la mayoría de las compañías, la mayoría de este flujo de caja se reinvierte en la búsqueda de reservas adicionales.</p>
--	---

REEMPLAZO DE RESERVAS

<p>Relación de reemplazo de reservas</p>	<p>Resulta de dividir las nuevas reservas por la producción anual. Desde luego, una relación de 1 o mayor indica buenos resultados en el tema de reemplazo de las reservas consumidas.</p>
<p>Costos de hallazgo por BOE (Baril equivalente)</p>	<p>Se deben resumir los costos capitalizados incurridos en exploración, desarrollo y adquisición de reservas. Entonces se dividen las nuevas reservas por los costos capitalizados recientemente. Para ser rentable, los costos de hallazgo por barril más los costos de levantamiento y administrativos por barril deben ser menores que el precio de venta por barril. En 1995 los costos promedio de reemplazo fueron de 4.3 U\$/bbl, mientras que los precios de venta típicos fueron del orden de 16.5 U\$/bbl.</p>

ANEXO B. SECUENCIA CRONOLOGICA DEL IPO DE PETROMINERALES.

	ACCION	RESPONSABLE	FECHA	ESTADO
--	--------	-------------	-------	--------

WEEK 1

1	Comenzar la preparación del prospecto preliminar			
2	Comenzar la preparación de los estados financieros para el prospecto			
3	Finalizar los reportes de ingeniería para ser incluidos en el prospecto			
4	Comenzar las discusiones con relación a la estructura de la transacción			
5	Confirmar que se satisface con el listado de requerimientos mínimos de TSX			
6	Determinar quienes serán los nuevos directores y oficiales de la compañía			
7	Circular y entregar los formatos de información personal de TSX			
8	Circular los cuestionarios D&O para los oficiales y directores de PCL			
9	Preparar un formato borrador del plan de opciones sobre acciones de PCL			
10	Comenzar discusiones preliminares con TSX			

WEEK 2

11	Comenzar la preparación de aplicaciones al TSX para el listado de las acciones			
12	Finalizar la estructura de la transacción			
13	Revisar la estructura de la transacción y los objetivos corporativos de PCL. Determinar los cambios necesarios, si los hay.			
14	Preparar un resumen por estructura de transacción/precio			
15	Nombramiento de los nuevos oficiales y directores de PCL y obtención del consentimiento de los nuevos directores			
16	Formalizar la carta de compromiso con los agentes en relación con el IPO.			
17	Determinar en que sitios se va a realizar el IPO			
18	Circular el borrador inicial del prospecto preliminar a todos los agentes e involucrados en el IPO			
19	Comenzar el "Due diligence" por parte de PCL y los agentes.			
20	Circular el borrador inicial del material a presentar a los inversionistas			

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.

21	Presentar la aplicación preliminar a la TSX para el listado de las acciones			
22	Obtener los cuestionarios completados y los formatos de información personal de la TSX de los directores y oficiales.			

WEEK 3

23	Finalizar los estados financieros para su inclusión en el prospecto			
24	Finalizar el comité de miembros de PCL y comité de reservas			
25	Finalizar el plan de opciones sobre acciones y el plan diferido de compensación de acciones			
26	Preparación y circulación de los materiales del prospecto preliminar			
27	Determinar el monto del pago por la presentación del prospecto a la TSX y trámite de dichos fondos dentro de PCL			
28	Incorporar PCL (si es necesario)			
29	Determinar los contratos materiales que se requieren presentar con el prospecto.			
30	Circular las preguntas para la sesión de preguntas y respuestas del due diligence.			
31	Confirmar el momento de la impresión del prospecto preliminar.			
32	Reunión de directores de ABC para aprobar ciertas transacciones de reorganización y aspectos relacionados con la organización de PCL.			
33	Reunión de accionistas de PCL para aprobar el nombramiento de los nuevos directores de PCL.			
34	Reunión de directores de PCL para aprobar el prospecto preliminar (incluyendo los estados financieros a ser incluidos en el prospecto), el Acuerdo con los agentes, otros temas relacionados con la oferta y el nuevo plan de opciones sobre acciones de PCL.			
35	Comenzar las discusiones con relación al nombramiento del agente de transferencia.			

WEEK 4

36	Crear el perfil del emisor para PCL en SEDAR.			
37	Finalizar los materiales de presentación al inversionista			
38	Finalizar las investigaciones del "Due diligence"			
39	Reunión de directores de PCL para aprobar el prospecto preliminar, el acuerdo con los agentes			
40	Obtención del consentimiento del grupo financiero para incluir los estados financieros en el prospecto.			

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.

41	Obtención del consentimiento del grupo de ingeniería para incluir el reporte de ingeniería en el prospecto.			
42	Obtener autorización para la recolección indirecta de información del personal.			
43	Trámite final de fondos y pago de derechos para la presentación del prospecto a la TSX.			

WEEK 5

44	Obtener copia electrónica de cualquier contrato material que deba presentarse junto con el prospecto			
45	Sesión de preguntas y respuestas del due diligence.			
46	Presentación del prospecto preliminar y obtención del recibo correspondiente.			
47	Emitir el boletín de prensa correspondiente acerca de la presentación del prospecto preliminar.			
48	Determinar que otras notificaciones y consentimientos se requieren de terceras partes. Confirmar que no se ha violado el ROFR (derecho a ser el primero en aceptar o rechazar).			
49	Determinar si se requiere cualquier otro consentimiento regulatorio o diligenciar cualquier otra aplicación.			
50	Comenzar la preparación del presupuesto de liquidez.			

WEEK 6

51	Impresión del prospecto preliminar.			
52	Modificación de artículos de PVL para remover restricciones en ofertas al público e incrementar el capital autorizado			
53	Contactar el agente de transferencia para la preparación de las pruebas para la TSX del cumplimiento de los certificados de acciones para PCL.			
54	Contactar CDS para obtener el número CUSIP para acciones comunes.			
55	Finalizar la propuesta para negociar las opciones actualmente en manos de empleados de PCL.			
56	Comenzar discusiones con los bancos acerca de facilidades de crédito para PCL.			
57	Circulación por parte del concejo de agentes del borrador del acuerdo de agencia.			
58	Presentación del reporte de cambios materiales de información en reservas de PCL.			

WEEK 7

59	Crear el perfil del emisor para PCL para SEDI			
----	---	--	--	--

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.

60	Recibir el número CUSIP para las acciones del CDS. Avisar al TSX el número CUSIP			
61	Circular el borrador del formato largo de la carta de conformidad			
62	Recepción de la primera carta de comentarios del ASC			
63	Confirmar que los comentarios iniciales no implican cambios materiales en otros aspectos.			
64	Responder a los comentarios de la ASC.			

WEEK 8

65	Comenzar las labores de mercadeo.			
66	Recepción de la carta de comentarios adicionales de la ASC, si los hay, relacionados con otras provincias.			
67	Confirmar que los comentarios adicionales no implican cambios materiales en otros aspectos.			
68	Responder a los comentarios adicionales de la ASC, si los hay.			
69	Formalizar el acuerdo de agencia de transferencia entre el agente de transferencia y PCL.			
70	Obtener la aprobación condicional de la TSX para el listado de las acciones.			
71	Circulación de la primera versión del certificado de acciones.			

WEEK 9

72	Finalizar el formato del certificado de acciones			
73	Considerar otros aspectos del "clearing y settlement" (Si algunos certificados tendrán la leyenda US)			
74	Terminación del mercadeo.			

WEEK 10

75	Obtener la aprobación final de la ASC y otras comisiones de valores para la presentación final del prospecto			
76	Completar las transacciones de reorganización dentro de PCL.			
77	Terminar el prospecto final			
78	Terminar el acuerdo de agencia.			
79	Circular los paquetes de compensación de la junta directiva a PCL.			
80	Preparación y circulación del material del paquete final del prospecto a presentar con todos los vistos buenos de las diferentes partes involucradas como finanzas, ingeniería etc.			

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.

81	Circular el formato 6 de SEDAR a todos los firmantes requeridos para el prospecto final.			
82	Determinar el costo de los derechos para presentar el prospecto final, si los hay, tramitando los fondos al interior de PCL			
83	Circular las sesiones de preguntas del due dilligence.			
84	Reunión de directores de PCL para aprobar aspectos sobresalientes relacionados con la oferta inicial y el listado en TSX.			
85	Obtener copias electrónicas de cualquier otro contrato que se tenga que presentar a la TSX pero que no se haya presentado con los anteriores prospectos.			
86	Últimos trámites internos de fondos para el pago de derechos de presentación del prospecto final.			
87	Entrega de la carta de conformidad (formato extenso).			

WEEK 11

89	Reunión de detalle de los aspectos del due dilligence con los oficiales senior.			
90	Obtención del consentimiento del grupo financiero para incluir los estados financieros en el prospecto final.			
91	Obtención del consentimiento del grupo de ingeniería para incluir el reporte de ingeniería en el prospecto final.			
92	Presentar el prospecto final en relación con la oferta.			
93	Obtener el recibo de presentación del prospecto final.			
94	Impresión del prospecto final.			
95	Presentar la forma 6 de SEDAR con CDS.			
96	Comenzar la preparación para el cierre, circular el borrador de los documentos de cierre, incluyendo opiniones legales y las cartas de conformidad de los auditores.			

WEEK 12

97	Reunión de detalle del due dilligence con los oficiales senior.			
98	Cierre de la oferta.			
99	Inicio de transacciones en TSX.			
100	Emitir boletín de prensa informando el cierre de la oferta y el inicio de las transacciones en la bolsa.			
101	Obtener el certificado de distribución de los agentes y presentarlo con las comisiones de valores.			

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.

102	Hacer seguimiento de las presentaciones a la TSX de acuerdo a la carta de listados condicionales.			
103	Pago de derechos adicionales de presentación a la TSX, si los hay.			
104	Presentación de los reportes de los directores "insiders".			

ANEXO C. FLUJOS DE CAJA UTILIZADOS PARA LA VALORACION

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.

Petrominerales - Branch Level to Colombian GAAP
(in millions of US \$)

	Total	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
INCOME STATEMENT																			
Revenues	1,610.4	121.1	208.9	231.8	191.0	181.1	122.3	97.1	83.1	71.1	60.8	51.9	44.2	37.6	31.9	27.0	22.8	19.1	7.6
Royalties	133.4	9.8	17.7	20.0	16.1	15.4	10.0	7.8	6.6	5.7	4.9	4.2	3.5	3.0	2.6	2.2	1.8	1.5	0.6
Operating Expenses	155.6	10.5	18.8	22.6	19.1	18.4	12.3	9.7	8.3	7.0	5.9	5.0	4.3	3.6	3.0	2.5	2.1	1.7	0.7
Net Operating Income	1,321.4	100.8	172.5	189.1	155.8	147.3	100.0	79.5	68.2	58.4	50.0	42.7	36.4	31.0	26.4	22.3	18.9	15.8	6.3
G&A	1,321.4	100.8	172.5	189.1	155.8	147.3	100.0	79.5	68.2	58.4	50.0	42.7	36.4	31.0	26.4	22.3	18.9	15.8	6.3
EBITDA	1,321.4	100.8	172.5	189.1	155.8	147.3	100.0	79.5	68.2	58.4	50.0	42.7	36.4	31.0	26.4	22.3	18.9	15.8	6.3
DD&A	392.4	28.1	50.1	59.9	50.2	46.3	30.7	23.8	20.0	16.8	14.1	11.8	9.8	8.2	6.8	5.7	4.7	3.9	1.5
Net Income Before Tax	929.0	72.7	122.4	129.3	105.5	101.0	69.3	55.7	48.2	41.6	35.9	30.9	26.6	22.8	19.5	16.7	14.2	12.0	4.8
Income Tax	407.5	31.6	56.4	58.9	43.4	42.6	24.6	22.2	20.0	20.4	17.5	14.9	12.8	10.9	9.2	7.8	6.6	5.5	2.2
Net Income	521.4	41.1	66.0	70.4	62.2	58.5	44.7	33.5	28.2	21.2	18.4	16.0	13.8	12.0	10.3	8.8	7.6	6.4	2.6
BALANCE SHEET																			
ASSETS																			
Current Assets																			
Cash	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Accounts Receivable & Other Current Assets	1.0	13.9	23.9	26.5	21.9	20.7	14.0	11.2	9.6	8.2	7.0	6.0	5.1	4.3	3.7	3.1	2.6	2.2	0.9
Inventories & Prepaid Expenses	3.3	5.4	5.4	2.0	4.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Total Current Assets	4.4	19.5	29.4	28.6	26.4	21.3	14.6	11.8	10.2	8.8	7.6	6.6	5.7	4.9	4.3	3.7	3.2	2.8	1.5
Capital Investments	92.2	132.1	149.9	115.6	120.3	74.0	43.4	19.5	(0.5)	(17.3)	(31.3)	(43.1)	(52.9)	(61.2)	(68.0)	(73.7)	(78.4)	(82.3)	(83.8)
Total Assets	96.6	151.6	179.4	144.2	146.7	95.4	58.0	31.3	9.7	(8.5)	(23.7)	(36.5)	(47.2)	(56.2)	(63.7)	(70.0)	(75.2)	(79.5)	(82.3)
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY																			
Current Liabilities																			
Accounts Payable and Accrued Liabilities	15.6	9.8	10.8	6.0	9.3	2.3	1.5	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1
Other Liabilities	0.4	28.3	50.7	52.5	38.1	37.6	21.2	19.5	17.7	18.5	15.8	13.5	11.5	9.6	8.4	7.1	6.0	5.0	2.0
Total Current Liabilities	16.0	38.1	61.5	58.6	47.4	39.9	22.8	20.7	18.8	19.3	16.6	14.1	12.1	10.3	8.7	7.4	6.2	5.2	2.1
SHAREHOLDERS' EQUITY																			
Initial Capital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Contributed Surplus	77.5	69.4	7.8	(94.9)	(143.3)	(245.6)	(310.6)	(388.7)	(416.5)	(456.5)	(487.3)	(513.7)	(536.2)	(556.3)	(571.6)	(585.3)	(596.9)	(606.6)	(608.9)
Retained Earnings	3.0	44.1	110.0	180.4	242.6	301.0	345.7	379.2	407.4	428.5	446.9	462.9	476.8	488.7	499.0	507.9	515.4	521.8	524.4
Total Shareholders' Equity	80.6	113.5	117.9	85.6	99.3	55.5	35.3	30.6	(9.1)	(27.8)	(40.3)	(50.7)	(59.3)	(66.5)	(72.4)	(77.4)	(81.4)	(84.7)	(84.4)
Total Liabilities & Shareholders' Equity	96.6	151.6	179.4	144.2	146.7	95.4	58.0	31.3	9.7	(8.5)	(23.7)	(36.5)	(47.2)	(56.2)	(63.7)	(70.0)	(75.2)	(79.5)	(82.3)
STATEMENT OF CASH FLOW																			
OPERATING																			
Net Income	521.4	41.1	66.0	70.4	62.2	58.5	44.7	33.5	28.2	21.2	18.4	16.0	13.8	12.0	10.3	8.8	7.6	6.4	2.6
DD&A	392.4	28.1	50.1	59.9	50.2	46.3	30.7	23.8	20.0	16.8	14.1	11.8	9.8	8.2	6.8	5.7	4.7	3.9	1.5
Cash Flow From Operations	315.8	69.2	116.1	130.2	112.4	104.8	75.4	57.3	48.2	38.0	32.5	27.8	23.7	20.2	17.1	14.5	12.3	10.3	4.1
Changes in Other Non-Cash Working Capital	(11.0)	7.1	13.4	(2.1)	(8.9)	(2.4)	(10.4)	0.9	(0.4)	2.0	(1.6)	(1.4)	(1.2)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(1.8)
Total Operating Cash Flow	902.9	76.2	129.5	128.1	103.5	102.3	64.9	58.2	47.8	39.9	30.9	26.4	22.5	19.1	16.3	13.7	11.6	9.7	2.3
PV of cash flows @10%	586.1	72.7	112.2	101.0	74.1	66.6	38.4	31.3	23.4	17.8	12.5	9.7	7.5	5.8	4.5	3.5	2.6	2.0	0.4
INVESTING																			
Capital Expenditures	(216.5)	(68.1)	(67.9)	(25.5)	(65.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash Flow From Investing Activities	(216.5)	(68.1)	(67.9)	(25.5)	(65.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FINANCING																			
Funding From (To) PBG / Bank	(686.4)	(8.2)	(61.6)	(102.6)	(48.5)	(102.3)	(64.9)	(58.2)	(47.8)	(39.9)	(30.9)	(26.4)	(22.5)	(19.1)	(16.3)	(13.7)	(11.6)	(9.7)	(2.3)
Cash Flow From Financing Activities	(686.4)	(8.2)	(61.6)	(102.6)	(48.5)	(102.3)	(64.9)	(58.2)	(47.8)	(39.9)	(30.9)	(26.4)	(22.5)	(19.1)	(16.3)	(13.7)	(11.6)	(9.7)	(2.3)
Increase/(decrease) In Cash	(0.0)	(0.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VALORACION DE LA COMPAÑIA																			
ECE	686.4	8.2	61.6	102.6	48.5	102.3	64.9	58.2	47.8	39.9	30.9	26.4	22.5	19.1	16.3	13.7	11.6	9.7	2.3
Caso 1	385.7	7.8	52.7	79.1	33.7	64.1	36.6	29.6	21.9	16.5	11.5	8.8	6.8	5.2	4.0	3.0	2.3	1.7	0.4
Caso 2	287.7	7.5	47.9	67.5	27.0	48.2	25.8	19.6	13.6	9.6	6.3	4.5	3.3	2.4	1.7	1.2	0.9	0.6	0.1
CASH FLOW SUPPORT \$(M)																			
BEGINNING BALANCE																			
Net Sales		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Account Receivables		98.4	181.2	209.2	179.5	166.9	119.0	92.1	78.0	66.8	57.1	48.8	41.6	35.4	30.0	25.4	21.4	18.0	8.3
Withholding Tax		(3.3)	(5.7)	(6.4)	(5.2)	(5.0)	(3.4)	(2.7)	(2.3)	(2.0)	(1.7)	(1.4)	(1.2)	(1.0)	(0.9)	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(0.2)
Revenues		95.1	175.5	202.8	174.3	161.9	115.6	89.5	75.7	64.8	55.4	47.3	40.4	34.3	29.2	24.7	20.8	17.5	8.1
DISBURS EMENTS																			
Inventories		2.1	(0.0)	(3.4)	2.4	(3.9)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Reestructuración Corporativa de Petrobank Energy and Resources Ltd.

Participations																		
Other Costs																		
Loan Payments																		
Interests																		
Others																		
A/P Payments	84,3	85,6	52,9	70,9	25,4	13,1	10,1	8,4	7,2	6,1	5,1	4,3	3,7	3,1	2,6	2,1	1,8	0,8
Income Tax Payments	0,4	28,3	50,7	52,5	38,1	37,6	21,2	19,5	17,7	18,5	15,8	13,5	11,5	9,8	8,4	7,1	6,0	5,0
Capital Investments																		
Total	86,9	113,9	102,2	125,8	59,6	50,7	31,3	28,0	24,9	24,6	21,0	17,9	15,2	12,9	10,9	9,2	7,7	5,8
Net Cash Flow	8,2	61,6	102,6	48,5	102,3	64,9	58,2	47,8	39,9	30,9	26,4	22,5	19,1	16,3	13,7	11,6	9,7	2,3
Petrobank	(82)	(61,6)	(102,6)	(48,5)	(102,3)	(64,9)	(58,2)	(47,8)	(39,9)	(30,9)	(26,4)	(22,5)	(19,1)	(16,3)	(13,7)	(11,6)	(9,7)	(2,3)
Equity Investment																		
ENDING BALANCE	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

TAXES

Estimated Asset Pools at Dec. 31, 2005

Tax Losses

Excess PIT

Investments Remaining to be Amortized

Total Tax Pools

Opening

24,7

6,3

88,0

119,0

EBITDA

Amortizations

Special discount of 30% on acquisition of productive assets

Taxable Base before Tax Losses

Tax Losses

Taxable Base after Tax Losses

Excess PIT

Taxable Income (Loss)

Tax Rate

Taxes

EBITDA	100,8	172,5	189,1	155,8	147,3	100,0	79,5	68,2	58,4	50,0	42,7	36,4	31,0	26,4	22,3	18,9	15,8	6,3
Amortizations	4,0	(9,6)	(14,7)	(25,7)	(25,7)	(29,7)	(16,1)	(11,0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Special discount of 30% on acquisition of productive assets	(10,2)	(10,2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxable Base before Tax Losses	94,6	152,7	174,4	130,1	121,6	70,3	63,4	57,2	58,4	50,0	42,7	36,4	31,0	26,4	22,3	18,9	15,8	6,3
Tax Losses	(6,2)	(6,2)	(6,2)	(6,2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxable Base after Tax Losses	88,4	146,5	168,3	123,9	121,6	70,3	63,4	57,2	58,4	50,0	42,7	36,4	31,0	26,4	22,3	18,9	15,8	6,3
Excess PIT	(6,3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxable Income (Loss)	82,1	146,5	168,3	123,9	121,6	70,3	63,4	57,2	58,4	50,0	42,7	36,4	31,0	26,4	22,3	18,9	15,8	6,3
Tax Rate	38,5%	38,5%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Taxes	31,6	56,4	58,9	43,4	42,6	24,6	22,2	20,0	20,4	17,5	14,9	12,8	10,9	9,2	7,8	6,6	5,5	2,2

Adds - Straight line over 5 years:

Straight Line Amortization of 2006 Forward Adds

Special discount of 30% on acquisition of productive assets

Amortization of Prior Investments Remaining to be Amortized

Ending Balance - Investments Remaining to be Amortized without Special Discount

Adds - Straight line over 5 years:	68,1	67,9	26,5	55,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Straight Line Amortization of 2006 Forward Adds	(13,6)	(27,2)	(32,3)	(43,3)	(43,3)	(29,7)	(16,1)	(11,0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Special discount of 30% on acquisition of productive assets	(10,2)	(10,2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Amortization of Prior Investments Remaining to be Amortized	88,0	17,6	17,6	17,6	17,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ending Balance - Investments Remaining to be Amortized without Special Discount	176	218	229	268	233	203	187	176	176	176	176	176	176	176	176	176	176	176

If Loss: then Presumptive Income Tax

Equity

Income Presumptive on Equity

Equity	74	9	(188)	(410)	(575)	(786)	(925)	(1,042)	(1,140)	(1,225)	(1,295)	(1,354)	(1,404)	(1,447)	(1,483)	(1,513)	(1,539)	(1,560)	(1,568)
Income Presumptive on Equity	6%	4,5	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Opening Balance - Unused Tax Losses

Tax Loss Incurred

Tax Losses Expired

Balance Before Utilized Losses

Utilized Tax Losses

Ending Balance - Unused Tax Losses

Opening Balance - Unused Tax Losses	24,7	18,6	12,4	6,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tax Loss Incurred	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tax Losses Expired	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Balance Before Utilized Losses	24,7	18,6	12,4	6,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilized Tax Losses	(6,2)	(6,2)	(6,2)	(6,2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ending Balance - Unused Tax Losses	18,6	12,4	6,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Excess PIT Prior Years

Excess PIT Future Years

Ending Balance - Excess PIT

Excess PIT Prior Years	6,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Excess PIT Future Years	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ending Balance - Excess PIT	6,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Ending Tax Pools

Ending Tax Pools	178,6	230,7	235,3	258,5	232,8	203,0	187,0	176,0	176,0	176,0	176,0	176,0	176,0	176,0	176,0	176,0	176,0	176,0	176,0
------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

ANEXO D. PROSPECTUS