

Información Importante

La Universidad de La Sabana informa que el(los) autor(es) ha(n) autorizado a usuarios internos y externos de la institución a consultar el contenido de este documento a través del Catálogo en línea de la Biblioteca y el Repositorio Institucional en la página Web de la Biblioteca, así como en las redes de información del país y del exterior con las cuales tenga convenio la Universidad de La Sabana.

Se permite la consulta a los usuarios interesados en el contenido de este documento para todos los usos que tengan finalidad académica, nunca para usos comerciales, siempre y cuando mediante la correspondiente cita bibliográfica se le de crédito al documento y a su autor.

De conformidad con lo establecido en el artículo 30 de la Ley 23 de 1982 y el artículo 11 de la Decisión Andina 351 de 1993, La Universidad de La Sabana informa que los derechos sobre los documentos son propiedad de los autores y tienen sobre su obra, entre otros, los derechos morales a que hacen referencia los mencionados artículos.

BIBLIOTECA OCTAVIO ARIZMENDI POSADA
UNIVERSIDAD DE LA SABANA
Chía - Cundinamarca



Universidad de
La Sabana

**INSTRUCTIVO METODOLOGICO PARA QUE EMPRESAS DEL SECTOR
HIDROCARBUROS ACCEDAN AL MERCADO DE CAPITALS COLOMBIANO**

***TOM G. DELFINO R.
DAVID J. PARRA J.***

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA
INSTITUTO DE POSTGRADOS - FORUM
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALS**



Universidad de
La Sabana

**INSTRUCTIVO METODOLOGICO PARA QUE EMPRESAS DEL SECTOR
HIDROCARBUROS ACCEDAN AL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO**

***TOM G. DELFINO R.
DAVID J. PARRA J.***

TRABAJO DE INVESTIGACIÓN APLICADA

**ASESOR
MARTIN ALONSO ECHEVERRY PATIÑO
ADMINISTRADOR DE EMPRESAS**

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA
INSTITUTO DE POSTGRADOS - FORUM
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES
CHÍA, AGOSTO DE 2014**

NOTA DE ACEPTACION

JURADO

JURADO

Chia, ____ de _____ de 2014

A mi esposa y mis hijos con
todo mi amor por haberme
apoyado y soportado por
más de quince meses en
este proyecto de vida.

Tom

A Dios por su permiso especial
para capacitarme, a mi amada
esposa por su incondicional apoyo
y motivación constantes, a mis
padres, por creer siempre en mí y
verme como un diamante en sus
vidas, y a mi hermano por
tomarme siempre como ejemplo y
por su admiración sincera.

Los amo!

David

AGRADECIMIENTO

Los autores expresan su agradecimiento a la Universidad de la Sabana por ofrecer una extraordinaria variedad de cursos de postgrado con una muy alta calidad académica y por seguir inculcando sus valores a los estudiantes independientemente de su edad.

Al equipo de profesores brillantes, quienes nos transmitieron sus experiencias y que con sus vivencias nos enseñaron, guiaron, impulsaron y apoyaron durante estos quince meses para lograr el objetivo.

A nuestro Director de Especialización, Jairo Lozada, por tener siempre esa excelente disposición para escucharnos.

A nuestros compañeros de aula, con quienes nos nutrimos y fortalecimos a través de sus aportes profesionales, su sentido del humor y la sana camaradería para llevar adelante esta especialización.

A Andrés Vernazza, por los aportes de estructura metodológica y el apoyo y orientación de nuestro asesor Martín Echeverry, quienes nos dieron las pautas fundamentales para desarrollar con éxito este trabajo de investigación aplicada.

Y muy especialmente a nuestro Docente y amigo Rafael Bernal, quien fue un apoyo incondicional durante toda la especialización. Gracias de corazón Rafael.

CONTENIDO

	pág.
INTRODUCCIÓN	11
1. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	15
1.1 DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA	15
1.2 PROPÓSITO DE LA INVESTIGACIÓN	17
1.3 JUSTIFICACIÓN	17
1.4 OBJETIVO GENERAL	19
1.5 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	19
2. MARCO TEÓRICO	20
2.1 PETRÓLEO EN COLOMBIA	20
2.2 ESTADO DEL ARTE	22
2.2.1 LAS BOLSAS DE VALORES EN COLOMBIA Y EL MUNDO	22
2.3 MARCO LEGAL	23
2.4 MARCO CONCEPTUAL	25
2.4.1 Valoración de Activos Financieros y Comportamiento de Carteras	26
2.4.2 Conceptos Básicos y Estructura del Sistema Financiero	27
2.5 MARCO HISTÓRICO	32
3. MÉTODOS	34
3.1 DEFINICIÓN DEL TIPO DE TRABAJO	34
3.2 POBLACIÓN Y MUESTRA	35
3.3 DESCRIPCIÓN DE VARIABLES	35
3.4 FUENTES Y RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN	36

4. RESULTADOS	39
5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	39
REFERENCIAS WEB	42
BIBLIOGRAFÍA	43
ANEXO A: CUESTIONARIO ENTREVISTAS	45
ANEXO B: INSTRUCTIVO METODOLOGICO PARA QUE EMPRESAS DEL SECTOR HIDROCARBUROS ACCEDAN AL MERCADO DE CAPITALS COLOMBIANO	50

LISTA DE GRAFICOS

pág.

Gráfico 1. : Empresas del Sector Hidrocarburos Listadas y no Listadas en la BVC	15
Gráfico No. 2: Valor de las Exportaciones Tradicionales de Colombia	20
Gráfico No. 3: Aportes del Sector Petrolero a la Inversión Extranjera Directa	20
Gráfico No. 4: Participación del Sector Petrolero en la Economía Colombia.....	22

LISTA DE FIGURAS

	pág
Figura 1.: Estructura del Sistema Financiero	28
Figura 2.: Alternativas de Financiación a través del Mercado del Mercado de Valores	29
Figura 3.: Tipos de Acciones	30

RESUMEN

Este trabajo de grado busca desarrollar un instructivo o guía práctica con los aspectos legales, financieros, administrativos, organizacionales y operativos que requiere una empresa del sector hidrocarburos en Colombia para acceder al Mercado de Capitales en busca de financiamiento.

La página web de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) ¹ presenta una Guía para Listarse en Bolsa ², que incluye los requisitos generales y los agentes participantes en la inscripción y realización de ofertas públicas y un resumen con las alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de valores. No obstante, la información allí contenida es muy genérica y va orientada a que la empresa consulte directamente las normas y decretos y que se apoye en firmas especializadas dedicadas a este tipo de asesoría.

Lo señalado anteriormente, ocasiona de entrada, que las empresas interesadas inviertan mucho tiempo y recursos para indagar sobre la información que requiere para inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), en la propia BVC y de los valores en el Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S.A. con la finalidad de obtener financiamiento para el desarrollo de sus planes de negocio.

Por otro lado, esta información no está orientada específicamente a las empresas del sector hidrocarburos ni incluye aspectos previos, del tipo administrativo y de procesos, que deben considerar las empresas antes de tomar la decisión de inscribirse en el RNVE y emitir valores en la BVC.

Palabras Claves: Bolsa de Valores de Colombia, Registro Nacional de Valores y Emisores, Autorregulador del Mercado de Valores, Depósito Centralizado de Valores, Bonos, Acciones, Titularización.

¹ http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Ser_Emisor_BVC?action=dummy

² http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=8342134_13f338c14c8_-1f040a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

INTRODUCCIÓN

Canalizar adecuadamente los recursos financieros de las entidades superavitarias hacia las deficitarias, mediante el correcto uso del sistema financiero, es el propósito esencial del mercado de valores de un país. A este respecto, el apalancamiento vía flujos de inversión de corto plazo identificado en los mercados financieros intermediados hacen posible que un sistema económico tenga un crecimiento sostenible en el tiempo.

A finales del Siglo XVI e inicios del Siglo XVII se da origen al mercado de valores en Colombia, cuando varias compañías decidieron emitir acciones para obtener recursos financieros como un medio alternativo a los préstamos bancarios.

Más tarde, en 1928, Banco de Colombia, Nacional de Chocolates y Banco de Bogotá, entre otras compañías, deciden organizarse en una bolsa de valores para facilitar las actividades de transacción y la transparencia de sus operaciones dando origen a la Bolsa de Bogotá con un capital inicial de COP\$20.000.

La primera rueda de negociación de la Bolsa de Bogotá se llevó a cabo el 2 de abril de 1929. Los primeros años de operación de la Bolsa de Valores de Bogotá coincidieron con la crisis financiera mundial; no obstante, la misma no fue un impedimento para que la Bolsa se fortaleciera respondiendo a las necesidades de financiamiento de las compañías colombianas quienes se vieron afectadas por el corte de las fuentes de financiamiento extranjero.

Una época de marcada expansión demográfica, crecimiento del sector exportador y de la industria en general, propició que en enero de 1961 naciera la Bolsa de Medellín, con un capital inicial de COP\$522.000 proveniente de la Asociación de Corredores de Medellín y en 1983 nace en Cali la Bolsa de Occidente.

Dos décadas más tarde, luego de evidenciarse que los tres escenarios de negociación, Bogotá, Medellín y Cali, manejaban precios diferentes respecto a los mismos activos, generando oportunidades de arbitraje; por la creación de gremios empresariales y un aumento generalizado de la violencia y el narcotráfico en el país, que afectaron negativamente el dinamismo del mercado de capitales colombiano; en especial, la función de canalizar ahorro del público hacia la inversión, el 3 de Julio del año 2001, se integraron las 3 Bolsas existentes dando paso a la actual Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

Esta integración con el tiempo le ha otorgado profundidad, transparencia y dinamismo al mercado de activos financieros colombiano.

Hoy la BVC, a través de su plataforma de negociación denominada Mercado Electrónico Colombiano (MEC), donde se negocian tanto los Títulos de Deuda Pública emitidos por el Gobierno Nacional Colombiano (TES), como otros títulos

de la nación y la renta fija privada, permite a las más de 300 empresas inscritas, negociar títulos de renta fija y renta variable de manera transparente por más de 600 mil personas naturales y todos los administradores profesionales de portafolios del país. Además, la BVC ofrece mercados de divisas y derivados, con altos estándares tecnológicos y de calidad, llevando beneficios para quienes invierten a través de estas herramientas.

Los entes de Control como el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) garantizan un mercado regulado y organizado que permite a los intermediarios y a la BVC satisfacer la necesidad de recursos de los proyectos empresariales, entregando herramientas a los colombianos que invierten en su futuro a través de iniciativas rentables y seguras.

El mercado de valores colombiano ha sido durante más de ocho décadas, una fuente de recursos muy importante para los empresarios del país. Este año la BVC cumple 85 años de estar en funcionamiento.

El acceder a este mercado resulta ser un aliciente para que, además de encontrar en el mismo una alternativa de financiación, las compañías modernicen su gestión empresarial y sean más competitivas para afrontar los retos propios de cada industria. A través del mercado de valores, un emisor (aquella empresa, que ofrece valores a través de la Bolsa), puede realizar ofertas públicas, lo que le va a permitir obtener recursos de capital (acciones), deuda (bonos) para desarrollar sus proyectos. Adicionalmente, el contar con valores inscritos en bolsa, posibilita incrementar la visibilidad de las compañías entre sus grupos de interés, lo cual les permite construir y fortalecer su reputación corporativa frente a otras empresas.

Por otro lado las empresas pueden buscar liquidez a través del mercado de valores convirtiendo activos improductivos en valores mediante la constitución de un contrato de fiducia mercantil irrevocable o de un fondo de inversión colectiva.

El Gobierno de Colombia buscando darle profundidad al mercado de valores introdujo el esquema de Segundo Mercado con el propósito de facilitar el acceso al mercado de valores para un número amplio y diversificado de emisores en donde se espera que la participación de nuevos inversionistas sea mayor y esto se considera como un paso necesario para que un emisor pueda entrar al mercado principal de valores.

Las oportunidades para los emisores trascienden fronteras gracias al acuerdo entre Colombia, Chile, Perú y México denominado Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) el cual busca favorecer la negociación de activos financieros de renta variable. Se espera que el MILA se ubique en la octava posición del ranking económico mundial. (DECLARACIÓN DE LIMA, 2010).

Según e-informa Colombia³, actualmente hay cerca de 86 empresas constituidas en Colombia dedicadas al negocio de la extracción de hidrocarburos en Colombia, de las cuales desde el punto de vista de la clasificación de tamaño según activos, 44 son grandes, 13 medianas, 14 pequeñas y 15 micro; de este universo tan solo 4 están listadas en la BVC⁴ (Ecopetrol, Pacific Rubiales, Promigas y Canacol). En cuanto a la emisión de bonos, estas empresas emitieron sus valores fuera del mercado colombiano en razón a que no es un mercado tan líquido y profundo como el internacional. Si tenemos presente que tan solo en Colombia tenemos 224 empresas listadas en la bolsa de valores con títulos de renta fija y variable podemos decir que la participación de las empresas de hidrocarburos frente a las empresas listadas del mercado colombiano es del 2.3%. Por su parte el Segundo Mercado sólo representa un 3% de la emisión total de bonos corporativos que representó el 3.4% del PIB colombiano en 2012.

Lo anterior evidencia que las compañías acuden principalmente a capital propio o a los mercados financieros tradicionales porque consideran que el financiamiento vía bursátil es un procedimiento complejo y costoso. Por tal razón se considera útil, el recopilar de una manera ordenada en un instructivo, la información que un emisor debe considerar para vincularse al mercado bursátil.

Para efectos de realizar una emisión de valores, las compañías deben cumplir con requisitos establecidos en la regulación, poder generar oportunamente información financiera confiable y contar con procesos administrativos de gobierno corporativo y control que generen confianza entre los inversionistas.

La metodología propuesta para la realización de este trabajo, consistió en la revisión de la normatividad vigente contenida en Leyes, decretos, reglamentos y circulares emitidos por el ministerio de Hacienda y Crédito Público y la BVC. Adicionalmente, se utilizó la información proporcionada por la Superintendencia Financiera de Colombia, DANE, AMV y del Banco de la República de Colombia y entrevistas con diferentes Directores Financieros de empresas que ya realizaron su inscripción ante el RNVE, BVC y DECEVAL para identificar los aspectos críticos que ellos enfrentaron durante su proceso y no son fácilmente identificables en las leyes decretos y normativas.

Este documento se desarrolló en cinco capítulos, el primero plantea el problema de investigación mediante la descripción del problema y su justificación al igual que los objetivos generales y específicos del presente proyecto.

El segundo capítulo se refiere al Marco Teórico es decir se hace una breve descripción de los aspectos teóricos, legales e históricos que nos permitirán desarrollar el proyecto.

³ http://www.informacion-empresas.co/Empresas_PETROLEO.html

⁴ <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>

El capítulo tres se refiere a la metodología a utilizar para el levantamiento, organización, categorización de la información requerida para el proyecto.

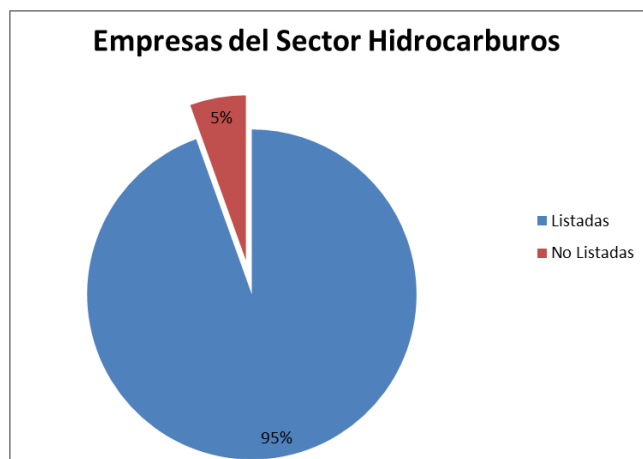
En los capítulos 4 y 5 se presentan los resultados y conclusiones obtenidas del desarrollo del trabajo y en los anexos A y B, tanto el formato de entrevistas como el instructivo metodológico respectivamente.

1. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1. DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA

Como se mencionó en la introducción, actualmente hay cerca de 86 empresas constituidas en Colombia dedicadas al negocio de la extracción de hidrocarburos en Colombia. De estas tan solo 4 han sido listadas en la BVC las cuales son Ecopetrol, Pacific Rubiales, Promigas y Canacol. Se considera que en gran medida la mínima participación de las empresas en Bolsa está asociada a un tema cultural tanto del lado de potenciales emisores como de los inversionistas.

Gráfico No. 1: Empresas del Sector Hidrocarburos Listadas y no Listadas en la BVC



Fuente: e-informa Colombia, elaboración propia

La estrategia de estructura de financiamiento tradicional de los empresarios, está orientada a los aportes de capital propios, vía desarrollo de proyectos mediante contratos de participación / cuentas conjuntas o de préstamos bancarios, derivado de la manera operativa tradicional propia del sector y del desconocimiento de las alternativas de financiamiento que se pueden obtener a través del mercado de valores.

El desconocimiento por parte de los directivos es producto en gran parte de la extensa reglamentación de nuestro mercado de valores colombiano que por cierto, es poco profundo y bastante limitado, en donde las exigencias, por ejemplo, en materia de montos mínimos de capital de entrada, excluyen a un gran cantidad de empresas del sector haciendo que la alta gerencia dirija su estrategia de apalancamiento hacia lo conocido.

Desde esta perspectiva, la actual estructura legal y administrativa del mercado de valores, tiene una gran oportunidad de mejora en lo que respecta a la divulgación de los beneficios y la sencillez de sus operaciones, con el fin de incrementar la oferta de compañías que hacen parte del índice bursátil de la BVC, atrayendo a nuevos inversionistas de diferentes niveles generando con esto una cultura de inversión tal y como se evidencia en el mercado americano. Para llegar a estos niveles se requiere de tiempo y que exista una mayor participación de compañías que ayuden a presionar el sistema actual. Con iniciativas como esta, se puede lograr despertar el interés de aquellas empresas del sector de Hidrocarburos que hasta ahora consideraban esta estrategia como poco probable y de esta manera iniciar un lento pero seguro camino al cambio de fuentes de financiamiento

El desconocimiento de los pasos que se deben seguir para acceder al mercado de capitales crea temor entre algunos directivos de empresa lo cual los lleva en algunas oportunidades a frenar su crecimiento al llegar a su tope de endeudamiento con el sector financiero tradicional en lugar de acceder a fuentes alternas de financiamiento como es el mercado de capitales.

Adicionalmente, la percepción que existe sobre la cantidad de información que deben divulgar las empresas cuando participan en el mercado bursátil y la complejidad del proceso de inscripción, ocasiona una barrera psicológica que trae como consecuencia que las empresas decidan no incursionar en este mercado.

Tanto el Gobierno Nacional como la BVC han desarrollado iniciativas para fomentar la participación de las empresas en el Mercado de Valores. El Gobierno Nacional a través de la introducción del esquema de Segundo Mercado pretende facilitar el acceso al mercado de valores para un número amplio y diversificado de emisores. Por su parte La Bolsa de Valores de Colombia mediante una alianza con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) como administrador de los recursos reembolsables del Fondo Multilateral de Inversiones FOMIN, suscribió un convenio de cooperación técnica denominado COLOMBIA CAPITAL para el desarrollo de una guía para listarse en la BVC que ofrece información básica referente a los pasos que debe seguir una empresa para ingresar en el mercado bursátil⁵. También el Convenio permitió desarrollar el Código País que consiste en una circular distribuida anualmente a los distintos emisores con el propósito de elevar los estándares de Gobierno Corporativo. Se diligencia bajo el principio de cumple o explique.

Por otro lado las leyes, decretos y normativas están escritos en un lenguaje legal y la información básica se encuentra dispersa entre ellas, lo cual dificulta tener una visión rápida y simplificada del camino que se debe seguir para inscribir a la empresa como emisor de valores.

⁵ http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Ser_Emisor_BVC?action=dummy

Lo anterior obliga a las empresas a contratar asesoría por parte de consultores independientes o a firmas consultoras especializadas, cuyos altos honorarios iniciales desestimulan cualquier interés en profundizar más sobre el proceso

1.2. PROPÓSITO DEL TRABAJO

Diseñar un instructivo con la información necesaria y entendible para que una Junta Directiva de una empresa del sector de hidrocarburos pueda, de una forma rápida y sencilla, tener una visión de los pasos a seguir para inscribirse en el RNVE viendo esto como una alternativa de financiación que modernice su gestión empresarial haciéndolas más competitivas para afrontar los retos propios su industria.

Como se ha señalado anteriormente, las empresas, a través del mercado de valores, podrían obtener recursos de capital o deuda para desarrollar sus proyectos a menores costos que los obtenidos a través de los métodos tradicionales de capitalización o deuda financiera comercial y además estructurarlos a las necesidades particulares.

Adicionalmente, el contar con valores inscritos en bolsa, incrementa la visibilidad de las compañías entre sus grupos de interés, lo cual les permite construir y fortalecer su reputación corporativa frente a otras empresas.

Por lo anterior es necesario crear un instructivo metodológico que de una manera práctica, permita a las empresas del sector hidrocarburos tener claridad de los pasos que debe seguir para listar en la bolsa de valores de Colombia.

El Instructivo busca centralizar en un solo documento toda la información, de la manera más sencilla posible. De esta forma, se facilitará la toma de decisiones y desde el punto de vista de la rentabilidad, que el esfuerzo en costos y dinero sean medibles para el listado de esta compañía a la bolsa.

1.3. JUSTIFICACIÓN

Las empresas han recurrido a financiar su crecimiento a través de fuentes tradicionales tales como los aportes de capital y los préstamos bancarios a pesar que este tipo de financiamiento es bastante costoso si se compara con las primas de colocación que se pueden obtener en el mercado bursátil.

Históricamente, las empresas no acceden a estas herramientas de financiamiento por considerar que el proceso es muy complejo y por no disponer de información clara y concisa, que le permita establecer que tan preparados se encuentran para

listarse en la bolsa. Además, porque consideran que se debe recurrir a expertos desde el inicio para determinar la viabilidad del acceso al mercado de valores y que por lo general son muy costosos.

El desarrollo y fortalecimiento de la economía americana tiene en gran parte su fundamento en la forma en que desde niños se les inculca a invertir parte de su dinero en el mercado de valores, lo que se traduce en que los hogares sean fuente importante de financiamiento a través de sus inversiones particulares, que le permiten al sector empresarial crecer, generando un concepto de valor compartido.

Como se mencionó anteriormente, tanto el Gobierno Nacional con la introducción del esquema de Segundo Mercado, como la BVC a través del Convenio de Colombia Capital desean fomentar una mayor participación de emisores en el mercado de valores colombiano que diversifique las oportunidades de inversión y le dé mayor profundidad al mercado.

Canalizar adecuadamente los recursos mediante el correcto uso del sistema financiero es el propósito esencial del mercado de valores de un país, dirigido este, a las diferentes empresas que deseen acceder a diferentes fuentes de financiamiento con destino a crecer en inversión y productividad. A este respecto, el apalancamiento vía flujos de inversión de corto plazo identificado en los mercados financieros intermediados hacen posible que un sistema económico tenga un crecimiento sostenible en el tiempo.

Las afirmaciones anteriores de la mano con la repercusión del vínculo existente entre el mercado de valores y la economía en el entorno arriba citado, posibilita mencionar la importancia de ampliar las fronteras Colombianas en búsqueda de un acuerdo transfronterizo entre Colombia, Chile, Perú y México denominado Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) cuyo fin es favorecer la negociación de activos financieros de renta variable de estos cuatro países que resulte en la estructura de un solo precio. El efecto de lo anterior es llevar al MILA a ubicarse en la octava posición del ranking económico mundial. (DECLARACIÓN DE LIMA, 2010)⁶.

Desde el año 2001 se creó el índice S&P MILA 40 con el fin de medir el desempeño del MILA en términos de las bolsas de Colombia, Chile y Perú; desde su creación se puede apreciar una tendencia alcista sostenida, afectada solamente por la crisis financiera internacional del 2008.

⁶ DECLARACIÓN PRESIDENCIAL SOBRE LA ALIANZA DEL PACÍFICO (28 de abril, 2011). Documento producto de la Cumbre de Lima para la Integración Profunda.
<http://embamex.sre.gob.mx/guatemala/images/stories/PDFs/DeclaracionPresidencialAlianzaPacifico.pdf>.

Según lo evidencia Vernazza (2013)⁷ Colombia, Chile y Perú han demostrado en la última década apropiadas políticas del entorno, un tamaño del mercado atractivo para las operaciones bursátiles, y una adecuada estabilidad macroeconómica, requisitos que han sido definitivos en la alta concurrencia y entrada de capitales en condiciones de inversión extranjera directa. En este documento queda claro que los mercados más rentables son aquellos que se exponen a un mayor nivel de riesgo y volatilidad; Colombia ocupó el primer lugar como mejor opción de inversión en dicho estudio.

Por lo anterior se considera necesario disponer de un instructivo metodológico que resuma los aspectos legales, financieros y organizacionales que un emisor debe cumplir para listarse en la bolsa y que además de una forma sencilla, pueda indicarle a la empresa que tan preparada está para hacerlo; el mismo estará dirigido al sector de hidrocarburos en Colombia.

No obstante, se espera que despierte el interés de la alta gerencia de otros sectores para permitir que sus compañías también hagan parte del mercado de valores colombiano.

1.4. OBJETIVO GENERAL

Diseñar un instructivo metodológico que permita a las compañías del sector hidrocarburos de Colombia, listar en el mercado de capitales colombiano.

1.5. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Proponer los aspectos administrativos que debe surtir las empresas del sector hidrocarburos antes de solicitar la inscripción ante el RNVE
- Listar los aspectos legales que debe cumplir la empresa antes, durante y posterior a la inscripción en el RNVE
- Explicar los aspectos operativos que debe llevar a cabo la empresa antes y después de inscribirse en el RNVE.
- Proponer un flujograma que muestre paso a paso el proceso que debe seguir las empresas del sector hidrocarburos para listarse en la BVC

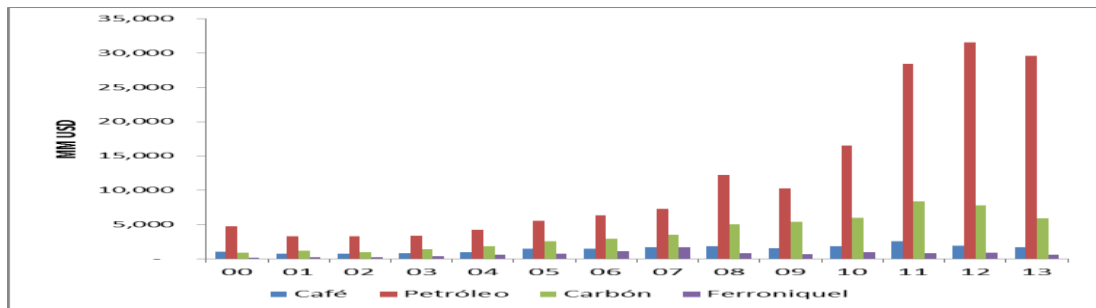
⁷ Performance del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), Asociado a la Dinámica de los Mercados Brasileños y Mexicanos: Una Evidencia Empírica 8 de Agosto 2013 página 30 Andres Vernazza

2. MARCO TEORICO

2.1 PETRÓLEO EN COLOMBIA

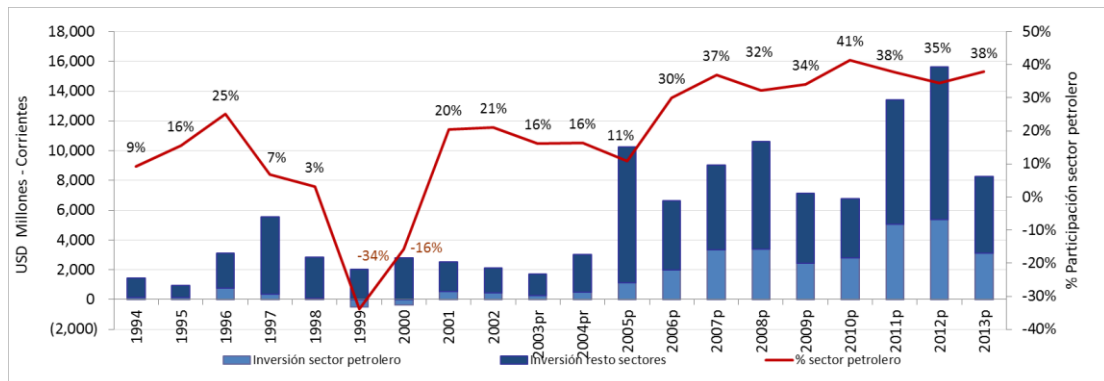
Como se observa en la gráfica No 2 a continuación, el petróleo ha sido por muchos años la mayor fuente de ingresos por exportaciones de Colombia incluso por encima del café. Adicionalmente, a partir del 2008 la Inversión Extranjera Directa (IED) asociada al desarrollo del sector hidrocarburos hace que este sea uno de los motores de la economía colombiana (ver Gráfica No 2). La presencia de hidrocarburos se remonta al siglo XVI cuando los indígenas utilizaban ese petróleo para calafatear sus embarcaciones, prender sus hornos, y aún con fines medicinales, como fortalecer las piernas y controlar el cansancio, pero no es hasta 1905 cuando se otorgan las primeras concesiones para la explotación comercial de los mismos por el decreto 34. Este decreto fue ratificado por la ley 6 del mismo año, bajo cuya vigencia el gobierno otorgó a Roberto de Mares una concesión para explotación de yacimientos de petróleo en las áreas de Carare y Opón.

Gráfico No 2: Valor Exportaciones Tradicionales de Colombia



Fuente: Dane, elaboración propia

Gráfico N° 3: Aportes del Sector petrolero a la Inversión Extranjera Directa



Fuente: Informe Estadístico Petrolero Asociación Colombiana de Petróleo

A partir de ese momento se inicia el proceso para normar el desarrollo de esa industria y es como en 1931 con la Ley 37 de ese año, se define el marco normativo de la Industria Petrolera la cual junto con los decretos y reglamentos se recoge en 1953 como el Código de Petróleos.

El artículo 202 de la Constitución Política de Colombia de 1886 establece como principio la propiedad del estado sobre el subsuelo y por ende sobre los recursos naturales no renovables, salvo aquellos casos donde ya terceros tenían propiedad sobre minas o hidrocarburos.

Con la promulgación de la Ley 20 del 22 de diciembre de 1969, se ratifica los derechos a favor de terceros donde se hayan hecho descubrimientos de hidrocarburos previos a la promulgación de dicha ley. Posterior a esa fecha el estado podrá otorgar concesiones o participar conjuntamente con terceros en la explotación de los mismos.

La Constitución de 1991 en su artículo 332, ratifica la propiedad del estado sobre el subsuelo y los recursos naturales no renovables y adiciona que la explotación de productos minerales y energéticos debe llevar al pago de regalías. Igualmente, en su artículo 150 numeral 9, le concede al gobierno las atribuciones para celebrar contratos y enajenar bienes nacionales, que es la base con la cual en un principio Ecopetrol y posteriormente la ANH, han otorgado contratos para la explotación de los hidrocarburos en Colombia bajo las modalidades señaladas en la Sección 2.1.1.

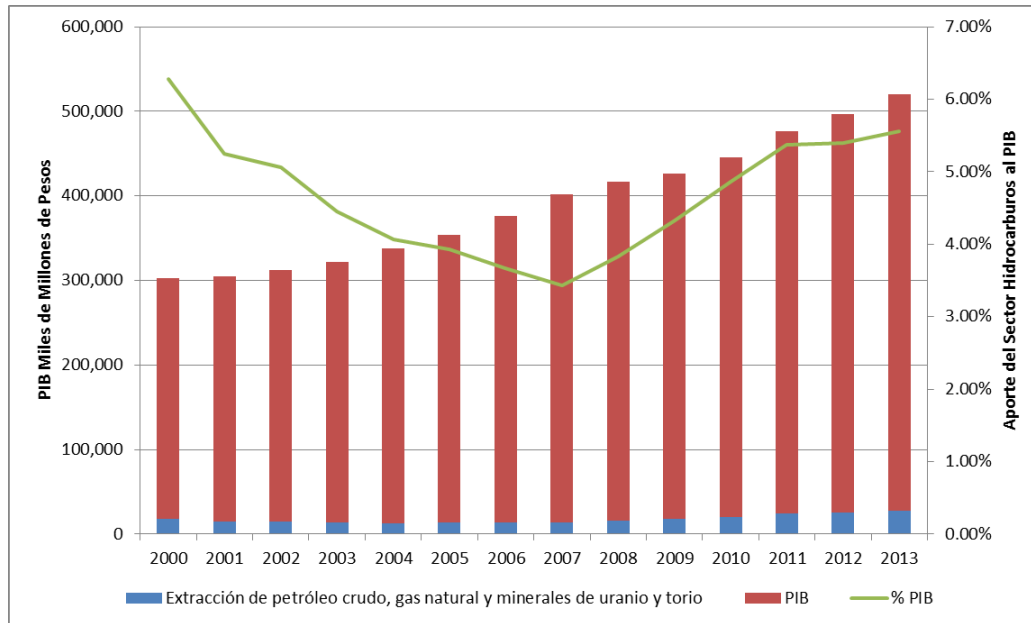
En el año 1994, la Ley 141 estableció oficialmente el régimen de regalías del 20% y posteriormente con la Ley 756 de 2002 quedaron establecidos los criterios de distribución y cálculo de regalías para los diversos productos mineros y los hidrocarburos y sus derivados.

Para finales del siglo XIX, en el año 1883, se perforó cerca a Barranquilla, el primer pozo de petróleo Tubará, por dos líderes en exploración: Manuel María Palacio y Diego López, asesorados por el geólogo Luis Stiffler, que perforaron un pozo que llegó a producir 50 barriles por día, del precioso líquido.

Por la misma época, se construyó y se puso en marcha, en el año 1909, la primera refinería, Cartagena Oil Refining Co., para procesar crudo importado y con una capacidad de 400 barriles por día.

En 1983 y a principios de 1990 se descubrieron dos campos gigantes, Caño Limón y Cusiana-Cupiagua en asocio con Occidental Petroleum Corporation y British Petroleum Corporation respectivamente.

Gráfico N°. 4: Participación del Sector Petrolero en la economía colombiana



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE. Elaboración Propia

En resumen y teniendo en cuenta que el sector de hidrocarburos aporta aproximadamente un 5.56% del PIB (14.426 MMUSD) y el 35% de la IED es por lo que se considera un sector fundamental para dinamizar y darle profundidad al mercado de valores.

2.2 ESTADO DEL ARTE

2.2.1 Las Bolsas de Valores en Colombia y el Mundo

Internacionalmente se observa que las Bolsas de Valores junto con despachos de abogados y las principales firmas de auditoría, con la finalidad de incentivar la participación de las empresas en el mercado bursátil, han desarrollado guías prácticas para listarse. Algunos ejemplos que podemos citar son “*IPO Watch Europe Survey, Q4 2013*”⁸ elaborado por PwC, “*A guide to listing on the London Stock Exchange*”⁹ elaborada en conjunto con E&Y, JPMorgan, UBS, y la Bolsa de Luxemburgo¹⁰ con el apoyo de Deloitte, entre otras.

⁸ <http://www.pwc.ru/en/capital-markets/ipo-watch-quarterly.html>

⁹ <http://www.londonstockexchange.com/home/guide-to-listing.pdf>

¹⁰ http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Luxembourg/Local%20Assets/Documents/Brochures/English/2012/lu_en_luxstockexchange_16032012.pdf

En general estas guías parten desde la pregunta básica de ¿por qué la empresa quiere listarse? pasando por ¿está la empresa preparada para listarse? y finalmente describe los aspectos de Gobierno Corporativo, información financiera, contable y jurídica.

Todas estas guías están orientadas a empresas de cualquier sector que deseen listarse en esas bolsas con el objeto de levantar capital para financiar su desarrollo futuro de largo plazo.

En algunos de estos documentos se aprecia que se busca desmitificar el hecho que los procesos de listarse son complejos, como es el caso de “The MoFo Guide to compliance for Hong Kong Listed Companies”¹¹ en donde su refrán publicitario es “Complex Matters made Simple” (Asuntos complejos hechos simples).

Lo anterior ratifica la utilidad del trabajo propuesto y la necesidad que existe de contar con una Guía Práctica que permita a las empresas orientarse hacia listar en alguna Bolsa de Valores.

Algunos de estos documentos están referenciados en la bibliografía.

La BVC también identificó esta necesidad y es por eso que el 9 de noviembre de 2005 el BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID)¹², como administrador de los recursos reembolsables del Fondo Multilateral de Inversiones FOMIN, suscribió un convenio de cooperación técnica denominado COLOMBIA CAPITAL¹³. Adicionalmente cuenta con nueve socios locales que incluyen la Superintendencia Financiera de Colombia, las Cámaras de Comercio de Bogotá, Medellín, Cali y Bucaramanga, la Asociación Nacional de Empresarios (ANDI), Proexport, la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones (ASOFONDOS) y el Depósito Centralizado de Valores de Colombia (DECEVAL).

El propósito de COLOMBIA CAPITAL es el de difundir entre los empresarios colombianos las ventajas de conseguir financiamiento de largo plazo para el desarrollo de sus empresas a través del mercado de valores.

Si bien es cierto que Colombia destaca por la estabilidad jurídica que ofrece tanto para las empresas como para los inversionistas, el Convenio busca, en coordinación con los actores que participan en el mercado de valores, modernizar la regulación y así promover el desarrollo y la profundidad del

¹¹ <http://www.mofo.com/files/Uploads/Images/130617-The-MoFo-Guide-to-Compliance-for-HK-Companies.pdf>

¹² <http://www.valoresbancolombia.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=MDT-Type&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3Dmyfile&blobheadervalue3=abinary%253B%2Bcharset%253DUTF-8&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1266523124195&ssbinary=true>

¹³ <http://www.colombiacapital.com.co/>

mercado de capitales, convirtiendo así a la BVC en un factor de competitividad de las empresas y motor del desarrollo del país.

Adicionalmente Colombia Capital busca capacitar a inversionistas y empresas y acompañar a aquellas que lo deseen en el proceso de listarse en la BVC.

2.3 MARCO LEGAL

En esta sección se comentan las principales leyes, decretos, normas y organismos que regulan la participación del sector empresarial en la BVC.

La Constitución Política de Colombia de 1991 en sus artículo 150 numeral 19 confiere al congreso de la república la potestad de expedir las leyes que regulen las actividades financieras, bursátiles, aseguradoras relacionadas con el manejo aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público.

En 1979 con la promulgación de la ley 32 se crea la Comisión Nacional de Valores de Colombia como un organismo encargado de regular y estimular el mercado público de valores. Posteriormente se le otorga el rango de Superintendencia a dicha Comisión y por el decreto 4327 de 2005 se ordena la fusión de la Superintendencia Bancaria y la de Valores en la hoy conocida Superintendencia Financiera de Colombia. La entidad es un organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica, autonomía administrativa y financiera y patrimonio propio.

Posterior a la unificación de las Bolsas de Bogotá, Cali y Medellín en la Bolsa de Valores de Colombia se promulga la **Ley 964 de 2005** la cual es una ley marco que establece las normas generales, objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Los temas contenidos en esta Ley se corresponden a una realidad cambiante y establece la distribución de competencias entre la misma Ley y el reglamento.

Los objetivos de la ley son los de proteger los derechos de los inversionistas, promover el desarrollo y eficiencia del mercado de valores, prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores y preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores así como la confianza del público en el mismo.

Lo establecido en esta Ley y el decreto 1565 de 2006, por el cual se dictan disposiciones para el ejercicio de la actividad de autorregulación del mercado de valores, obliga a los intermediarios de valores a autorregularse y es así como en junio de 2006 se constituye la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores

(AMV). La naturaleza jurídica adoptada para la entidad fue el de una corporación de carácter privado sin ánimo de lucro, de carácter nacional, que se rige por la Constitución, las normas civiles, la ley 964 de 2005 y las normas que la desarrollan, por sus estatutos y reglamentos y por los principios que se aplican a los organismos de autorregulación.

Las funciones de la AMV son las de emitir la reglas de conducta para el mercado de valores, velar por su cumplimiento mediante la supervisión de las mismas, sancionar a quienes las incumplen y certificar a los profesionales del mercado de valores.

Años después, la Ley 964 de 2005 fue complementada con el Decreto 2555 de 2010 donde se recogen y rexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores.

Este nuevo decreto, compila toda la extensa y dispersa reglamentación que hasta la fecha tenía el Sector financiero, sector asegurador, sector bancario, sector del mercado de valores, fondos de pensiones, de cesantías, etc., pues ha entrado a derogar y a la vez vuelve a retomar el texto de los más de 160 decretos y algunas resoluciones que existían desde el año 1986 hasta el 2010. El objetivo de reunir todas esas viejas y actuales normas en un solo nuevo decreto fue la de facilitar las gestiones de las personas y empresas dedicadas a dicho sector para garantizar su entendimiento y aplicación a las operaciones del mercado de valores colombiano. Adicionalmente incluye la entrada de Colombia al Sistema de Cotización Extranjero con el denominado Mercado Integrado Latinoamericano MILA que se ampliará en la próxima Sección.

Recientemente, el 28 de mayo de 2014, el Ministerio de Hacienda publicó el Decreto 1019 mediante el cual se modifica la reglamentación general del Segundo Mercado en el mercado de valores colombiano, el cual permite la negociación de títulos emitidos por empresas sin la obligación de completar las condiciones exigidas para la negociación en Bolsa.

2.4 MARCO CONCEPTUAL

En esta sección se hace mención a las bases teóricas que soportan el mercado de valores y algunos conceptos básicos del Sistema Financiero.

2.4.1 Valoración de Activos Financieros y Comportamiento de Carteras

Según Vernazza (2013)¹⁴ el desarrollo de la teoría clásica del desempeño de las carteras o de los mercados eficientes reconoce que sus inicios están sujetos a los planteamientos de Harry Markowitz en 1952. Dichos razonamientos fueron de alguna manera complementados por James Tobin en 1958, quién, influenciado por los postulados keynesianos de la preferencia por la liquidez, concluyó que la aversión al riesgo se deriva del desplome del tipo de interés.

Posteriormente, la teoría de las carteras de inversión evolucionó con los aportes forjados por SHARPE en 1963, quien en 1964 hizo públicos los postulados que conformarían el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), conocido coloquialmente como un modelo de valoración de activos financieros.

En 1965 se propuso un indicador de *performance* de carteras de inversión, el cual fue denominado *rentabilidad-riesgo-variabilidad*. Dicha propuesta fue el insumo fundamental para que otros desarrollos teóricos tomaran importancia en la valoración de los activos financieros. A partir de esto, otros autores fortificaron la teoría clásica del *performance* de las carteras.

Así, TREYNOR propuso en 1965 un ratio de rentabilidad asociado a la volatilidad de los activos que componen la cartera y mostró la relación existente entre rentabilidad y volatilidad. En la misma dirección, dos años más tarde JENSEN expuso una metodología de *performance* de carteras denominada ratio de rentabilidad diferencial.

En suma, al examinar cuidadosamente los índices de SHARPE, TREYNOR y JENSEN, la teoría del *performance* de las carteras de inversión asume un importante rol en las decisiones de inversión de los agentes. Los resultados de estos índices pueden identificar el desempeño de una cartera de activos financieros y compararla con un índice de referencia, denominado comúnmente *Benchmark*.

La hipótesis del mercado eficiente, fue desarrollada por el profesor Eugene Fama de la Universidad de Chicago. A través de su tesis doctoral en 1965, basada en un ensayo “La teoría de la especulación” de Louis Bachelier, matemático francés de los años 1900.

En 1970 Fama publicó una revisión de la teoría y la evidencia de la hipótesis en donde incluye las definiciones de las tres formas de eficiencia del mercado financiero: débil, semi-sólida y fuerte.

¹⁴ Performance del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), Asociado a la Dinámica de los Mercados Brasileños y Mexicanos: Una Evidencia Empírica 8 de Agosto 2013 página 30 Andres Vernazza

David Dreman¹⁵ en sus libros y escritos en la revista Forbes se opone a la teoría de mercados eficientes basado en los comportamientos reales que ha tenido el mercado como es el caso del Índice NASDAQ el cual entre octubre de 1998 y marzo de 2000 subió de 1400 a 5100 para luego desplomarse a 1650 en abril de 2001 y por tanto inferir que si existen burbujas en los mercados accionarios.

2.4.2 Conceptos Básicos y Estructura del Sistema Financiero

Existen varias fuentes documentales en donde se puede obtener información referente a la terminología a emplear en el Sector Financiero, sin embargo, se consideró prudente la especial consulta al decreto único 2555 de 2010 que compila y reexpide las normas colombianas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones.

De lo anterior, se inicia citando el concepto de **Emisor de Valores** que corresponde a las entidades tanto de carácter público como privado que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE y la **Emisión** como el proceso mediante el cual un Emisor de Valores recoge ahorro del público.

Por otra parte la ley 964 de 2005 define en el Capítulo Segundo el concepto de **valor** como todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una Emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público.

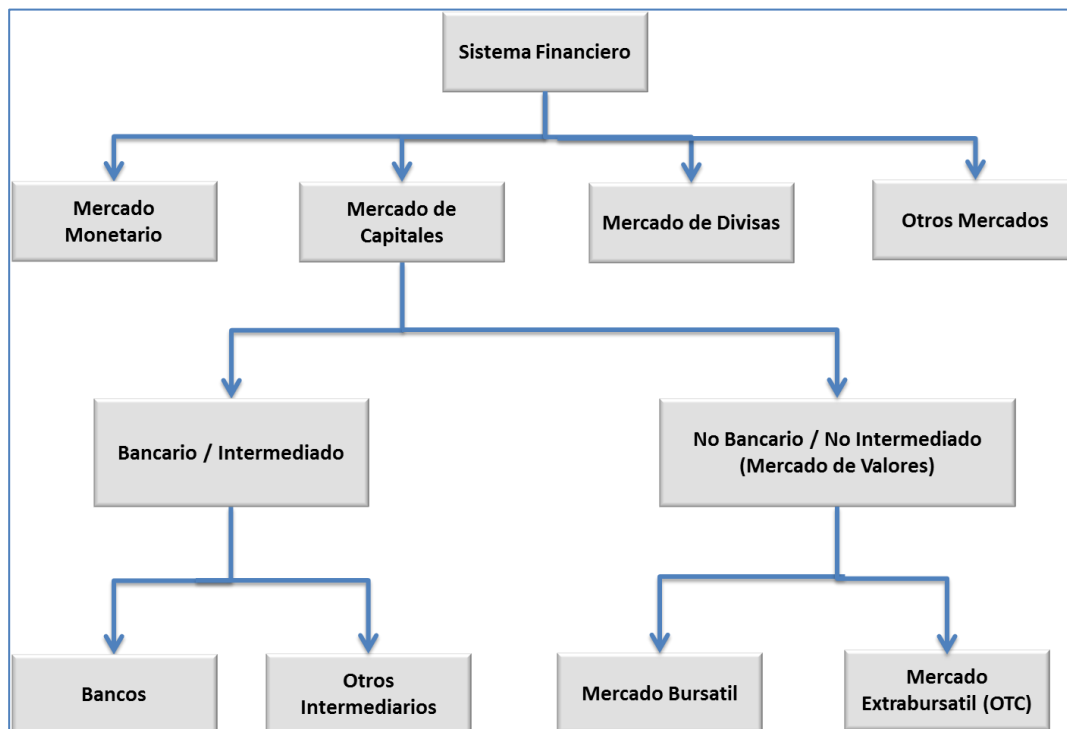
Lo anterior hace parte del llamado **Mercado de Valores o Mercado de Capitales no Intermediado** que es el epicentro donde las empresas captan ahorro del público a través de la emisión de valores, en donde los recursos los prestan las unidades superavitarias representadas por los inversionistas.

El mercado de capitales cuenta con dos mecanismos diferentes para poner en contacto a las personas que demandan y ofrecen los recursos:

- **El mercado bancario o intermediado:** se caracteriza fundamentalmente porque una entidad “intermediaria” (típicamente un banco) capta recursos del público y los usa posteriormente para otorgar préstamos.
- **El mercado de valores o no intermediado:** se caracteriza porque los agentes que necesitan recursos (principalmente empresas y el Gobierno) captan los recursos directamente del público.

¹⁵ <http://www.forbes.com/global/2001/0806/051.html>

Figura No. 1: Estructura del Sistema Financiero



Fuente: AMV, elaboración propia

A su vez el mercado de valores o no intermediado cuenta con dos mercados para la operación de los valores que son: (i) el **Mercado Principal** y (ii) el **Segundo Mercado**. Este último fue creado con el objetivo de facilitar a las pequeñas y medianas empresas obtener financiamiento en el mercado de valores. Dado que la información disponible de las empresas que participan en el Segundo Mercado es limitada sólo pueden negociar en él los Inversionistas Profesionales.

Inversionista Profesional hace referencia a toda persona natural o jurídica que cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión. Para efectos de ser categorizado como “inversionista profesional”, el mismo deberá acreditar, al momento de la clasificación, un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) SMMLV y al menos una de las siguientes condiciones:

1. Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) SMMLV, o
2. Haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta

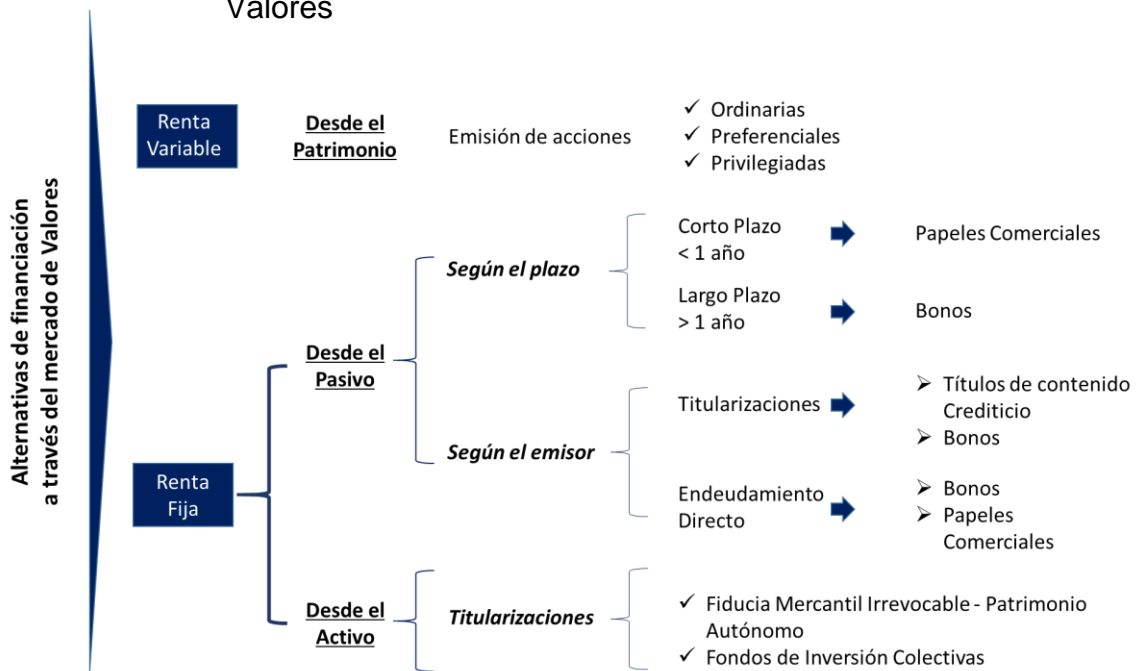
(60) días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil (35.000) SMMLV.

En adición podrán ser categorizados como “inversionista profesional”:

1. Las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores;
2. Los organismos financieros extranjeros y multilaterales, y
3. Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Se ha mencionado a lo largo de este trabajo sobre la importancia que tiene el financiamiento para las empresas. En palabras sencillas es la utilización de recursos de terceros obtenidos vía deuda o capital para financiar una actividad y aumentar la capacidad operativa de la empresa. Las empresas que acuden al mercado de valores en búsqueda de financiamiento lo pueden hacer a través de instrumentos de renta fija o de renta variable como se observa en la gráfica siguiente.

Figura No. 2: Alternativas de Financiación a través del Mercado del Mercado de Valores



Fuente: Elaboración Propia

La **acción** representa una parte proporcional del patrimonio de una sociedad o empresa. Es un título de participación, es decir, cuando un inversionista adquiere las acciones de una empresa se convierte en un socio de ésta. Estos instrumentos otorgan a sus titulares derechos económicos y políticos que pueden ser ejercidos colectivamente y/o individualmente. Las utilidades generadas por las empresas son transferidas a los inversionistas mediante los **Dividendos**. De acuerdo a los derechos económicos y políticos que confieren a sus titulares, las acciones se clasifican en Acciones Ordinarias, Preferenciales y Privilegiadas como se indica en el cuadro a continuación:

Figura No. 3: Tipos de Acciones

Tipo	Derecho	Tipos de acciones		
		Ordinaria	Preferencial	Privilegiada
Derechos Económicos	Dividendos	Tiene derecho de recibir los dividendos cuando sean decretados por la Asamblea.	Tiene derecho de recibir los dividendos cuando sean decretados por la Asamblea. Tiene derecho al pago de un mejor dividendo con prelación por encima de los accionistas ordinarios.	Tiene derecho de recibir los dividendos cuando sean decretados por la Asamblea, pero tiene prelación en el pago del mismo.
	Suscribir nuevas acciones ante el emisor o negociar este derecho	Si.	Si.	Si.
	Recibir una parte proporcional de los activos sociales una vez se paguen las obligaciones con empleados y acreedores	Si. En condiciones de igualdad con los demás accionistas.	Si. De manera prioritaria frente a los demás accionistas.	Si. De manera prioritaria frente a los demás accionistas.
Derechos Políticos	Voto en Asamblea de Accionistas	Si.	No.	Si.
	Revisión de los libros del emisor dentro de los tiempos establecidos para ello	Si.	Si.	Si.

Fuente: AMV, Cartilla No 3 “Todo lo que un Inversionista debe saber sobre las acciones” Pag 9, Julio 2013

Por su parte un **Bono** es un título de deuda. Cuando adquirimos un bono le estamos prestando recursos a la entidad que los emite. La empresa emisora adquiere la obligación de devolverle el monto de la inversión al tenedor del bono una vez transcurra un período de tiempo, más una suma de dinero equivalente a los intereses que se comprometió a pagar.

Los **Papeles Comerciales** son títulos de deuda emitidos a plazos menores a un año.

Un título valor es de **contenido crediticio** cuando el objeto, sobre el cual recae la prestación que puede exigirse como efecto de ese título, es dinero. Los títulos valores de contenido crediticio más conocidos son los cheques, letras de cambio, pagarés, y el bono de prenda. En algunas ocasiones el emisor puede optar por desprenderse de algunos activos y conformar con ellos un patrimonio autónomo o un fondo de inversión colectiva, obteniendo liquidez. Este proceso recibe el nombre de **Titularización**.

El decreto único 2555 del 2010 en su Artículo 5.1.1.1.1 define el **Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV)**, como el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión administrados por la Superintendencia Financiera de Colombia para permitir y facilitar el suministro de información al mercado.

El SIMEV se compone de los siguientes registros:

- **Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE** : tiene por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores clases y tipos de valores. La inscripción en este registro es requisito para aquellas entidades que deseen realizar una oferta pública de sus valores o que los mismos se transen en un sistema de negociación.
- **Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores - RNAMV** : incorpora información sobre las personas naturales autorizadas para desarrollar, de acuerdo con su régimen legal, actividades en el mercado de valores.
- **Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores - RNPMV**: tiene por objeto elevar y controlar los estándares de las personas naturales que se encuentran obligadas a inscribirse en el registro, así como facilitar y agilizar el suministro de información al mercado acerca de dichos profesionales.

Se debe considerar en este punto el concepto de la palabra **riesgo** que proviene del latín *risicare* que significa atreverse a transitar por un sendero peligroso. Si bien es cierto que es una significancia negativa, el riesgo hace parte de todos y cada uno de los procesos de toma de decisiones y en particular de los procesos en los cuales se disponen recursos de por medio. Las recompensas económicas derivadas de una decisión deben ser asociadas al riesgo inherente a dichas decisiones. De lo anterior es importante entender el riesgo entonces como la pérdida que puede producirse debido a la diferencia entre el resultado esperado y el resultado realizado, medido esto, con una determinada probabilidad en un horizonte temporal determinado.

Para que todo lo anterior se desarrolle en un ambiente propicio, aparece el concepto de **Autorregulación** que según lo interpreta la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), “la autorregulación del mercado de valores funciona porque la industria entiende que la integridad del mercado lleva a que exista confianza por parte de los inversionistas, lo cual genera más oportunidades de negocio. Por eso los miembros cumplen la normatividad por convicción más que por imposición. Ellos ven que su propia reputación por negociar siguiendo altos estándares, es un activo para competir dentro de una industria competitiva. De esta manera el autorregulador fue fundamentado en la idea de que una industria sana es una industria exitosa. Lo que es bueno para los inversionistas, es bueno para los mercados”.

2.5 MARCO HISTÓRICO

Según lo señala Investopedia¹⁶ los pioneros en negociar los títulos de otros gobiernos fueron los venecianos en el año 1300. Ellos llevaban pizarras con información sobre los diferentes temas para la venta y cumplir con los clientes, al igual que lo hace un corredor en la actualidad.

La Primera Bolsa de la que se tiene conocimiento se estableció en Amberes, Bélgica en 1531 donde los corredores y prestamistas se reunían para hacer negocios.

En la década de 1600, los viajes por mar que traían mercancías de Oriente eran muy peligrosos no tanto por condiciones climáticas o de navegación sino por los piratas.

Con el fin de disminuir el riesgo de un barco perdido, era práctica usual que los armadores buscaran inversionistas que aportaran el dinero necesario para el equipamiento de la nave y la tripulación, a cambio de un porcentaje de las ganancias si el viaje era exitoso. Normalmente, constituían sociedades de responsabilidad limitada que a menudo duraban solamente un solo viaje.

Cuando las compañías de las Indias Orientales se formaron, cambió la forma de hacer negocios. Estas empresas tenían acciones que pagarían dividendos sobre todos los ingresos de todos los viajes que las empresas se comprometían a hacer, en lugar de ir viaje por viaje. Estos fueron ejemplos de las primeras sociedades anónimas.

Debido a que las acciones de las distintas sociedades del este de la India fueron emitidas en papel, los inversionistas podían vender los papeles a otros inversores. Por desgracia, no había ninguna bolsa de valores en existencia, por lo que el

¹⁶ www.investopedia.com

inversor tendría que localizar a un agente para llevar a cabo un comercio. En Inglaterra, la mayoría de los brokers y los inversores hacían sus negocios en las diversas tiendas de café cerca de Londres. Las emisiones de deuda y acciones en venta fueron escritas y publicadas en las puertas de las tiendas o por correo como un boletín de noticias. De lo anterior podemos observar cómo el financiar empresas a través del mercado de capitales es una práctica que data del siglo XV y se ha mantenido y perfeccionado desde entonces.

La bolsa de valores se ha convertido en los últimos tiempos, en los países desarrollados, en una de las fórmulas de inversión más populares a la hora de captar ahorros del público y que las empresas puedan obtener financiamiento a tasas razonables. Debido a las plusvalías que se generaron a finales de los 90, muchos inversores acudieron a la bolsa de valores pensando que esta era una fuente inagotable de recursos, y pensando que los mercados son eficientes y que la formación de burbujas no ocurre. Cuando la burbuja bursátil explotó, mucha gente perdió gran parte de los ahorros invertidos.

3. METODOS

3.1 DEFINICIÓN DEL TIPO DE TRABAJO

Este trabajo está enfocado a desarrollar un instructivo metodológico que permita a las empresas del sector hidrocarburos listar en la bolsa de valores de Colombia. Para lograr esto es necesario explorar, indagar e investigar los aspectos legales, administrativos, operativos y de procesos que un emisor debe cumplir para incorporarse en el mercado de valores colombiano.

Aspectos legales se refiere a las leyes, normas y decretos que deben ser tomados en consideración para inscribir la empresa en la RNVE, DECEVAL y BVC; administrativos se refiere principalmente a aspectos de Gobierno Corporativo, sistemas de información contable, reportes a accionistas, etc. Por su parte los aspectos operativos y de procesos se refieren a trámites, costos, permisos y actualizaciones derivados de los procesos de inscripción y registros ante el RNVE, DECEVAL y BCV.

Como se reseña en el marco teórico las bolsas mundiales han desarrollado instructivos metodológicos para promover la participación de las empresas en esos mercados. Estos instructivos son genéricos y están orientados a empresas de cualquier sector de la economía.

Colombia no es la excepción a esta práctica, el convenio celebrado entre la BVC y Colombia Capital, busca desarrollar el mercado bursátil a través de la divulgación de las bondades que pueden obtener tanto las empresas que buscan financiamiento como las personas que buscan invertir sus ahorros. Para esto desarrollaron un instructivo orientado a cualquier sector de la economía y de carácter genérico.

El presente trabajo por su parte, está focalizado hacia empresas colombianas del sector hidrocarburos, indicando los aspectos a tener en cuenta para listarse desde las perspectivas legal, administrativa y de procesos.

Además busca incrementar el conocimiento sobre la información y los pasos a seguir para poder listar una empresa del sector hidrocarburos en la BVC, a través de la revisión de la información disponible y de la experiencia obtenida por las personas que ya han realizado el proceso y que no necesariamente se encuentra documentada. Apela a la observación, investigación y experiencia previa de emisores para facilitar el camino a futuras empresas.

Métodos de estudio exploratorios se emplearon para poder acometer lo planteado anteriormente.

Por otro lado utilizando métodos de estudio descriptivo se buscó detallar los requisitos que deben cumplir cada una de las variables identificadas de las empresas que desean listarse en la BVC.

3.2 POBLACIÓN Y MUESTRA

La escogencia de empresas del sector de Hidrocarburos se basa en que, las empresas de este sector requieren para operar grandes sumas de capital por lo que constantemente requieren incrementar su estructura de financiamiento para obtener así los recursos que les permita fondear su crecimiento futuro.

Adicionalmente, la estabilidad jurídica, la facilidad de hacer negocios y la prospectividad geológica reinante en Colombia, han incentivado la llegada y creación de empresas de este sector en Colombia. Estas empresas requieren, como se indicó anteriormente, de un alto grado de financiamiento y se considera que el mercado de capitales puede ser una fuente confiable y rentable para acceder al mismo.

Se realizaron entrevistas con directores financieros de empresas que en la actualidad tienen valores inscritos en la BVC, con la finalidad de identificar las dificultades y factores críticos que encontraron al momento de registrarse y los mitos o barreras de entrada que consideran como “desalentadores”.

Esta información fue de gran utilidad para la elaboración del instructivo metodológico propuesto. Con la finalidad de orientar las entrevistas se diseñó un cuestionario el cual se encuentra en el Anexo A.

3.3 DESCRIPCIÓN DE VARIABLES

Para la elaboración del instructivo metodológico y tomando en consideración los aspectos legales, administrativos, operativos y de procesos, se identificaron las siguientes variables:

- *Desde el punto de vista Legal se tienen:*
 - **Tipo de Sociedad:** Es la estructura Jurídica que adopta una determinada empresa. (Sociedad Anónima, Sociedad por Acciones Simplificada, Sucursal, etc)
 - **Número de Accionistas:** es la forma en que se encuentra dividido el Capital Social de la Empresa
 - **Antigüedad de la Empresa:** Número de años durante los cuales se viene desarrollando el objeto social de la empresa.

- **Capital Social:** Aportes realizados por los accionistas
- **Control Accionario:** Número de acciones concentradas en un beneficiario real
- *En cuanto a los deberes y funcionamiento de los emisores:*
 - **Gobierno Corporativo:** se refiere a las normas y procedimientos que regulan el funcionamiento de la empresa. Esto incluye la forma en que las decisiones se toman dentro de la empresa y los controles existentes.
 - **Sistemas de Información Contable:** Es el sistema donde se registran, clasifican y resumen en forma digital todas las transacciones u operaciones que realiza la empresa. A partir de esos datos es posible construir los estados financieros y generar reportes que contribuyan a la toma de decisiones de índole financiero dentro de la empresa.
 - **Comité de Auditoria:** realiza funciones de control interno y es un órgano dependiente de la Junta Directiva.
 - **Página Web:** Portal Electrónico que utilizan las empresas para hacer pública información que es de interés general. Adicionalmente, estas páginas electrónicas cuentan con zonas restringidas para accionistas clientes y proveedores donde se puede intercambiar información relevante a cada uno de esos grupos.
 - **Estados Financieros:** Son reportes que permiten determinar la salud financiera de la empresa y medir la gestión que se viene realizando. Normalmente son cuatro estados, el estado de resultados el balance general, el estado de flujo de caja y el cambio en el patrimonio. El Estado de Resultados le permite a los accionistas conocer la utilidad o pérdida generadas en el desarrollo del objeto social de la empresa en un período determinado. El Balance General por su parte, es un compendio de todo lo que una empresa tiene, lo que debe, lo que le deben y de lo que realmente le pertenece a sus accionistas, a una fecha determinada. El estado de flujo de efectivo permite determinar la generación de caja de las operaciones y en que fueron utilizadas. El estado de cambio en el patrimonio tiene como finalidad mostrar las variaciones que sufre el patrimonio, en un periodo determinado, es decir aportes o reducciones al mismo.
- *Operativas y Proceso:*

- **Tramites de Registro:** Se refiere a los pasos y documentación que debe seguir una empresa para lograr su inscripción ante el RNVE, DECEVAL y BVC.
- **Actualizaciones:** Se refiere a la información relevante y periódica que debe suministrar el emisor para mantener la inscripción de los valores.
- **Calificaciones:** Son las certificaciones que emiten las Compañías Calificadoras de Riesgo.
- **Banca de Inversión:** son las entidades que se especializan en obtener dinero u otros recursos financieros para que las empresas privadas o los gobiernos puedan realizar inversiones. Dichos instrumentos financieros son obtenidos por la banca de inversión a través de la emisión y comercialización de valores en los mercados de capitales.

3.4 FUENTES Y RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN

Como fue señalado en capítulos anteriores, la información requerida para que una empresa se liste en la BVC existe pero se encuentra dispersa en Leyes, Decretos y Normativas emitidas por diferentes organismos relacionados al mercado de capitales. Adicionalmente la información es de carácter general, por lo que el enfoque de este trabajo busca sintetizar información relevante para que empresas del sector hidrocarburos puedan acceder a listar en bolsa.

Por otra parte, la experiencia de personas vinculadas a empresas que ya realizaron el proceso puede ser enriquecedora para otros que están por emprender ese camino. Esas vivencias pueden indicar la mejor forma de realizar el proceso evidenciando cuáles fueron las principales dificultades detectadas y esto definitivamente viene de la mano de la experiencia.

Es así que se definieron fuentes primarias y secundarias para obtener la información:

- **Fuentes Primarias:** entrevistas a:
 - BVC: Dr. Martin Alfonso Echeverry Patiño
 - AMV: Dr. Arnulfo Vanegas
 - Pacific Rubiales: Dr. Carlos Pérez

- CEMEX LATAM Holdings: Dr. Josué González
- OCENSA: Dr. Santiago Giraldo
- **Fuentes Secundarias:** Leyes, decretos y normativas, cartillas, guías emitidas o promulgadas por instituciones como Superfinanciera, BVC y AMV en Colombia. También se analizaron guías publicadas por otras Bolsas de Valores a nivel mundial como son la Bolsa de Lima, Colombia, Nicaragua y Toronto.

Esta información permitió estructurar el instructivo metodológico agrupando la información esencial que deben conocer las empresas antes de listarse y construir un flujograma con los pasos lógicos que deben seguir las empresas desde el punto de vista legal y administrativo.

El instructivo consta de los siguientes capítulos generales:

Introducción

Flujograma

Sección 1: Aspectos iniciales que debe considerar la empresa antes de pensar en salir a la Bolsa.

Sección 2: Que valores pueden emitir las empresas en la BVC?

Sección 3: Preparación para listarse: aspectos legales, deberes y funcionamiento de los emisores, operativos y de procesos.

Sección 4: Prospecto de información.

Capítulo 5: Proceso de Calificación.

Capítulo 6: Proceso de Inscripción y Oferta Pública.

Capítulo 7: Actualización del Registro.

Capítulo 8: Costos de Inscripción y Actualización.

4. RESULTADOS

De la investigación preliminar realizada para el desarrollo de este proyecto, se evidenció que la participación de las empresas del sector hidrocarburos en el mercado de capitales de Colombia es de apenas un 5% de las empresas registradas en la Cámara de Comercio de Colombia.

Se observó que, tanto en Colombia como en el resto de mundo, donde hay bolsas de valores, se han desarrollado instructivos muy generales que propician la participación de las empresas en este mercado.

En el caso particular de Colombia, el instructivo lista los pasos a seguir sin indicar los requisitos para hacerlo. Desde el punto de vista legal hace referencia a las leyes y decretos sin ser muy específicos.

El esfuerzo desarrollado bajo el Convenio Colombia Capital no es muy conocido entre los emisores y menos aún entre los potenciales emisores.

Como resultado de este proceso se construyó un instructivo que, de una manera muy específica, ofrece a los ejecutivos de las empresas del Sector de Hidrocarburos, la información relevante que debe disponer la empresa antes de la inscripción en el RNVE, DECEVAL y BVC, los pasos a seguir para inscribirse y calificar los valores cuando se requiere así como sus costos, requerimientos y responsabilidades que debe cumplir posterior a la emisión de los valores. Todos lo anterior enmarcado en las tres esferas que se han establecido como son la administrativa, la legal y la operativa.

5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Las empresas del sector de hidrocarburos representan el 35% de la inversión extranjera directa y se considera que el ampliar la participación de estas al mercado de valores local, le daría el impulso que requiere el mismo para atraer la atención de los inversionistas institucionales quienes al tener un mayor abanico de posibilidades de inversión, tomarían una participación más activa en la adquisición de títulos de renta fija y variable que emitan estas empresas.

De la investigación realizada tomando en consideración las estadísticas publicadas por la propia BVC y entrevistas a directivos responsables de estructurar financiamiento para sus empresas, se puede concluir que las pequeñas y medianas empresas no acuden a este mercado, bien sea porque les parece un proceso complejo o porque no quieren divulgar información de sus empresas.

A pesar de los esfuerzos realizados por la BVC, a través del convenio Colombia Capital, para promover la inclusión de una mayor cantidad de empresas a participar activamente como emisores en el mercado de valores colombiano, se evidencia que por una parte, la información se encuentra dispersa y la asesoría relacionada es muy onerosa lo que ocasiona, en la mayoría de los casos, que tomen la decisión de abandonar la idea de emitir valores y sigan por el camino de la financiación tradicional con la banca.

El Gobierno Nacional con la promulgación del decreto 1019 de 2014 quiere incentivar la participación de las empresas en el mercado de valores, flexibilizando los requisitos para inscribirse y reduciendo la información que se requiere presentar por parte de los emisores en el Segundo Mercado, dado que la participación en el Mercado Principal y en el mismo Secundario hasta la fecha, ha sido muy pequeña. Este, definitivamente es un paso necesario para que una empresa pueda entrar al mercado principal de valores.

Algunos de los entrevistados opinaron que, mientras más información clara y concisa se divulgue mayor será el incentivo para la participación de las pequeñas y medianas empresas.

Igualmente los entrevistados manifestaron que las asesorías recibidas por parte de la SFC y de la BVC son excelentes y útiles para adelantar su proceso de emisión de valores.

Tomando en consideración los aspectos desarrollados en el proyecto, se consideró útil y necesario la elaboración de una guía metodológica que permita, a los ejecutivos de una empresa del sector hidrocarburos de Colombia, tomar decisiones acertadas sobre la emisión de valores de su empresa, basada en información relevante sobre los aspectos previos que deben ser tomados en

cuenta antes de proceder a solicitar la inscripción ante el RNVE, costos del proceso, requerimientos y responsabilidades posteriores a la emisión de los valores.

Igualmente se espera que este instructivo aliente a muchas más empresas a listarse en el mercado de valores y aprovechar esta importante oportunidad de financiarse a tasas más competitivas que las que se obtienen por los métodos tradicionales teniendo presente aspectos legales, administrativos, operativos y de procesos incluidos en el Instructivo Metodológico desarrollado en el presente trabajo.

REFERENCIAS RECURSOS WEB

<http://www.bvc.com.co>

<http://www.pwc.ru>

<http://www.londonstockexchange.com>

<http://www.deloitte.com>

<http://finanzaspracticas.com>

<http://www.banrepcultural.org>

<http://www.valoresbancolombia.com>

<http://www.colombiacapital.com.co>

<http://www.ecopetrol.com.co/>

<http://www.dane.gov.co/>

<http://www.informacion-empresas.co>

<http://embamex.sre.gob.mx/guatemala/>

<http://www.vetragroup.com/>

<http://www.mofo.com/>

<http://www.forbes.com/>

<http://www.investopedia.com/>

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- BVC. (s.f.). *Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el 11 de 1 de 2014, de http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=8342134_13f338c14c8_1f040a0a600b&rp.revisio nNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.
- ALIP, ACIPET (s.f.). *Historia Del Petróleo En Colombia*. Recuperado el 23 de 2 de 2014, de http://www.alip.org/docs/Historias/breve_historia_petrolera_colombia.pdf.pdf
- Hernández Blázquez, B. (s.f.) *Teorías de decisión bursátil*. Recuperado el 23 de 2 de 2014, de http://www.acta.es/medios/articulos/comercio_y_economia/029109.pdf
- ENCICLOPEDIA FINANCIERA (s.f.) . *Gestión del Riesgo Financiero*. Recuperado el 23 de 2 de 2014, de <http://www.encyclopediainanciera.com/finanzas-corporativas/riesgo-financiero.htm>
- De Lara Haro, A. (2008). *Medición y Control de Riesgos Financieros*. (pp. 13). Balderas 95 Mexico DF, Limusa S.A. de C.V.
- Finanzas Prácticas (s.f.) *Decisiones de financiamiento y la hipótesis de los mercados eficientes*. Recuperado el 23 de 2 de 2014, de <http://finanzaspracticas.com/finanzaspersonales/bancarios/inversiones/decisiones.php>
- Caballero Argáez, C. (2002). Una institución del siglo XX. La bolsa de Bogotá. Recuperado el 23 de 2 de 2014 de <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/revistas/credencial/junio2002/labolsa.htm>
- ECOPETROL (s.f.) El Petróleo y su mundo. Recuperado el 23 de 2 de 2014 de <http://www.ecopetrol.com.co/especiales/elpetroleoysumundo/petroleoencolombia2.htm>
- Constitución Política de Colombia (1886). Artículo 202

Constitución Política de Colombia (1991). Artículo 150 y 332

Ley 964 de 2005

Decreto 2555 de 2010

Decreto 1019 de 2014

ANEXO A
CUESTIONARIO ENTREVISTAS

IDENTIFICACION DE LA EMPRESA

1. Actividad Económica
 - a. Minas y Energía
 - b. Sector Real
 - c. Financiero
 - d. Otros
2. Tipo de Sociedad
 - a. S.A.
 - b. S.A.S.
 - c. Empresa Extranjera
 - d. Sucursal de Empresa Extranjera
3. Capital Social (millones de COP)
 - a. Mayor a 7.000
 - b. Entre 7.000 y 250.000
 - c. Mayor a 250.000

TIPO DE EMISION Y MERCADO

4. Mercado de Capitales
 - a. Principal
 - b. Segundo Mercado o Balcón
5. Tipo de Emisión
 - a. Renta Fija
 - b. Renta Variable
 - c. Si es renta fija cuanto demoró la calificación de riesgo
6. Fecha de emisión _____
7. Mercados donde se efectuó la emisión
 - a. Nacional
 - b. Internacional
 - c. Ambos
8. Si la respuesta anterior es “Ambos” en cual emitió primero
 - a. Nacional
 - b. Internacional
 - c. Por qué?

ASESORIA RECIBIDA

9. La emisión fue soportada en
- a. Asesoría interna
 - b. Asesoría externa
 - c. Ambas
 - d. Quien? _____

MI EXPERIENCIA CON LA BVC

10. Recibió asesoría de la BVC para la emisión
- a. Si
 - b. No
 - c.Cuál? _____
11. Le recomendaría a un emisor que acuda al BVC en busca de asesoría
- a. Si
 - b. No
 - c. Por qué?
12. Cada cuanto tiempo accede el portal de la BVC en busca de información
- a. Diario
 - b. Semanal
 - c. Quincenal
 - d. Mensual
 - e. Semestral
 - f. Otro
13. Que información Consulta en el portal de la BVC
- a. Empresas
 - b. Inversionistas
 - c. Mercado
 - d. Otros
14. Le resulta útil y relevante la información en el portal de la BVC
- a. Si
 - b. No
 - c. Por qué?
15. Conoce la existencia de la Guía para Listarse en la BVC?
- a. Si
 - b. No
16. Si la respuesta anterior es afirmativa indique fortalezas y debilidades: _____
- _____
- _____

17. Ha oído Hablar de Colombia Capital

- a. Si
- b. No
- c.
- d. Explique_____

ASESORIA RECIBIDA

MI EXPERIENCIA CON LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA (SFC)

18. Recibió asesoría de la SFC para la emisión

- a. Si
- b. No
- c.Cuál?_____

19. Le recomendaría a un emisor que acuda al SFC en busca de asesoría

- a. Si
- b. No
- c. Por qué?

20. Cada cuanto tiempo accede el portal de la SFC en busca de información

- a. Diario
- b. Semanal
- c. Quincenal
- d. Mensual
- e. Semestral
- f. Otro

21. Que información Consulta en el portal de la SFC

- a. Normativa
- b. Interés del Vigilado
- c. Información Relevante
- d. Otros

22. Le resulta útil y relevante la información en el portal de la SFC

- a. Si
- b. No
- c. Por qué?

23.Cuál ha sido su experiencia con la SFC para el registro de su empresa ante el RNVE?

- a. Excelente
 - b. Buena
 - c. Regular
 - d. Mala
 - e. Explique.:_____
-

FACTORES CLAVE DURANTE LA EMISION

24. Explique los principales obstáculos que se encontró para emitir sus valores:

25. Incurrió en costos posteriores a la emisión que desconocía al momento de tomar la decisión de listarse?

- a. Si
- b. No
- c. Indique cuáles?:

REQUISITOS POST EMISIÓN

26. Conoce la Publicación Código País

- a. Si
- b. No
- c. Si la respuesta anterior es afirmativa indique fortalezas y debilidades:

27. Cómo dio a conocer su emisión al público

- a. Diario de alta circulación
- b. Boletín de la BVC
- c. Otra

SI LO VOLVIERA A HACER

28. Si existiera un Guía Metodológica para emitir valores en la BVC, cuales considera que son los aspectos críticos que debería contener la misma?

29. Que le recomendaría usted a la BVC para hacer el mercado más profundo?

ANEXO B

INSTRUCTIVO METODOLOGICO PARA QUE EMPRESAS DEL SECTOR HIDROCARBUROS ACCEDAN AL MERCADO DE CAPITAL COLOMBIANO

