

OPINIÓN

ROA DEJÓ A ECOPETROL REZAGADO, LA RECUPERACIÓN NECESITA MANOS EXPERTAS

Por Columnista invitado

hace 6 horas



Por **Juan José Echavarría Soto** (Medellín, 1951), especial para La Silla Vacía. Echavarría integró la Junta de **Ecopetrol** hasta noviembre de 2024. Renunció en protesta por la injerencia del presidente Petro en la empresa. Es ingeniero de la Universidad Nacional y tiene un doctorado en economía de la Universidad de Oxford. Fue gerente del Banco de la República entre 2017 y 2021.

Ecopetrol es una de las 10 mayores empresas en América Latina y, por amplio margen, la más grande de Colombia. Sus ventas duplican las del Grupo Aval o Bancolombia, y más que triplican las de compañías como Almacenes Éxito, ISA o Nutresa. El grupo empresarial **Ecopetrol** comprende 129 compañías, 21 de ellas en la exploración y producción de crudo, en la refinación y petroquímica, en el manejo de oleoductos y en la distribución de energía. Más de 274.000 personas poseen acciones de **Ecopetrol** y su importancia fiscal es considerable: además de los dividendos que recibe la Nación, la compañía paga impuestos y regalías cercanas, en conjunto, al 16% de los ingresos gubernamentales.

Este documento evalúa el desempeño de **Ecopetrol** durante la presidencia de Ricardo Roa, a partir de la información que publican Bloomberg y la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés). En cada Sección se muestra lo sucedido en **Ecopetrol** y se compara

el comportamiento de la variable en 2023-2026 con el pasado, tanto en **Ecopetrol** como en las demás firmas petroleras. El Anexo presenta información complementaria para el período 2023-2026.



Los resultados muestran que, durante la presidencia de Ricardo Roa, el desempeño de **Ecopetrol** fue muy desfavorable frente a las demás firmas petroleras. El rezago fue particularmente marcado en el precio de la acción y coincidió con costos de producción crecientes y poco competitivos con resultados modestos en producción, reservas y rentabilidad. También muestran que se está invirtiendo menos que lo que se deprecian los activos de la empresa y que solo se destina a inversión el 7% de los ingresos.

Durante el período analizado aumentó el apalancamiento relativo (más deuda), se deterioró el margen de flujo de caja libre (menos caja), y se mantuvo una política relativamente generosa, quizá inconveniente, de dividendos. En abril de 2026, Standard & Poor's redujo la calificación global de **Ecopetrol** de BB a BB- y mencionó estos mismos temas. Además de la reducción de la calificación soberana de Colombia, la agencia también identificó presiones específicas relacionadas con la generación de caja, el endeudamiento, los dividendos y el gobierno corporativo.

Durante la administración de Roa, **Ecopetrol** mostró un deterioro relativo en varios indicadores bursátiles, financieros y operativos. La coincidencia temporal, la comparación con pares y los problemas observados de estrategia y gobierno corporativo justifican nuestra honda preocupación, aunque la evidencia no permite aislar con total nitidez cuánto corresponde a decisiones de la administración, a políticas gubernamentales o a otros factores. Señalemos varios de ellos.

La reforma tributaria de 2022 creó un impuesto especial a las exportaciones de petróleo cuando el precio superara cierto umbral, una sobretasa temporal variable de 5, 10 o 15 puntos porcentuales, dependiendo del precio internacional del crudo y prohibió deducir las regalías de la base gravable del impuesto de renta, disposición que posteriormente fue declarada inconstitucional.

A ello se sumó el efecto del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). **Ecopetrol** vendió gasolina y diésel en el mercado interno a precios inferiores a los internacionales y adquirió, como contrapartida, una cuenta por cobrar con el gobierno. Aunque no se trataba de una

pérdida patrimonial definitiva, la demora obligó a Ecopetrol a financiar temporalmente una parte sustancial del subsidio a los combustibles, inmovilizó capital de trabajo y debilitó su flujo de caja.

En septiembre de 2022 se solicitó suspender los 2 proyectos piloto en *fracking* propuestos por el gobierno Duque, y en diciembre de 2023 se reafirmó la decisión de no suscribir nuevos contratos de exploración de carbón, petróleo o gas en el país. En junio de 2024 Ecopetrol decidió no participar en el *Proyecto Oslo*, asociado al *fracking* a pesar de que el CO₂ generado y el agua utilizada por barril resultaban mucho menores que en Ecopetrol Colombia; además, no hay una sola demanda de “vecinos” que exijan reparación por los daños sufridos con el proyecto. *Oslo* aportaba el 10% de la producción y el 14% de las utilidades de Ecopetrol.

En julio de 2024, el trámite de licenciamiento ambiental del pozo costa afuera (*offshore*) Komodo 1 fue suspendido temporalmente, por iniciativa del Ministerio de Ambiente, para realizar una evaluación técnica adicional de los riesgos de perforar en aguas profundas, incluidos los posibles efectos sobre los ecosistemas y la fauna marina (se mencionaron los cetáceos). Cuando la Ministra Muhamad finalmente dio su concepto favorable en diciembre de 2024 el taladro requerido se había ido del país y solo puede regresar en otros tres años en el mejor de los casos. El país importa hoy el 30% del gas que necesita para consumo, y el 70% del gas requerido para uso industrial, mientras Komodo 1 y Sirius pueden proveer en unos años el doble del gas requerido en Colombia.

Con enormes problemas de gobernabilidad en la empresa. Para el presidente Petro y para varios miembros de la Junta Directiva el petróleo y el gas son tan peligrosos como la cocaína (la firma debería dedicarse a la inteligencia artificial). Las denuncias respecto a manejos turbios y nombramientos de personas cuestionables se multiplicaron y, como si fuera poco, la capacidad de Ricardo Roa para concentrarse en la dirección de la empresa se vio afectada por las investigaciones y controversias relacionadas con la financiación de la campaña presidencial y por otros cuestionamientos personales.

Colombia no es un país petrolero. Es urgente permitir el *fracking* (al menos los pilotos) y contar con nuevos contratos en gas y en petróleo, con inversiones rentables en el exterior como los Proyectos Oslo o Permian. En Ecopetrol se requiere un nuevo presidente dedicado a la firma y cambiar nuevamente la mentalidad de la Junta Directiva y de sus empleados con una visión menos ideologizada de futuro (más Excel y menos Word según Tomás González) basada en tres objetivos en el campo de la energía: acceso universal de los colombianos a precios justos, seguridad en el suministro, y reducción de emisiones. Como menciona la ministra Arboleda, el acceso y el desarrollo de la energía no es una discusión técnica “es poder estudiar de noche, conservar una vacuna, comunicarse, emprender y vivir con dignidad. ...porque donde llega la energía también llegan el Estado y el futuro”.

Como lo mencionó el ex-Ministro Nestor Humberto Martínez en su columna de este domingo en *El Tiempo*, “Todo lo que se ha dicho sobre Ecopetrol es cierto. De allí la importancia de actuar urgentemente sobre su administración, como lo ofreció el presidente De La Espriella en su discurso inaugural, independientemente de la auditoría forense que se ha anunciado y cuyos resultados deben conocerse a la mayor brevedad”. ... “La empresa no puede volver a ser el bolsillo trasero del gobierno de turno, su presidente no puede ser un mandadero del Ejecutivo y su gestión debe alinearse con los más altos estándares competitivos y técnicos”.

Las últimas noticias no son muy alentadoras, sin embargo. Mi lectura preliminar es que [la plancha propuesta por el gobierno](#) tiene cierta continuidad y experiencia regulatoria, pero muy poca experiencia directa en exploración, producción y operación petrolera. Esa debilidad sería especialmente delicada si la presidencia ejecutiva recae *nuevamente* sobre un alto directivo de la campaña presidencial.

—La Acción de Ecopetrol frente a otras firmas petroleras

El panel superior del Gráfico 1 presenta la evolución semanal de los índices del precio del Brent y de la acción de Ecopetrol entre 2005 y 2026. La acción de Ecopetrol aparece desde septiembre de 2008 cuando fue inscrita en la Bolsa de Nueva York (antes había sido una empresa industrial y comercial del Estado adscrita al Ministerio de Minas y Energía). Las líneas verticales señalan el inicio de las presidencias de Javier Gutiérrez, Juan Carlos Echeverry, Felipe Bayón y Ricardo Roa. Ambas series se expresan con base 100 el 28 de abril de 2023, primera fecha bursátil utilizada después de la posesión de Roa.

La relación entre las dos variables es apenas moderada, con una correlación entre el rendimiento semanal de la acción y la variación semanal del Brent de apenas 0.41. Ello es previsible: además del precio internacional del petróleo, la cotización de una empresa incorpora sus resultados operativos y financieros, sus reservas y niveles de producción, la política de dividendos y las decisiones de inversión, el riesgo político, fiscal y regulatorio y la calidad del gobierno corporativo y de la administración. El gobierno colombiano posee el 88.5% de las acciones de Ecopetrol, por lo que los propietarios potenciales indagan permanentemente sobre la visión del gobierno de turno sobre la empresa. Por ello es conveniente comparar el comportamiento de la acción en Ecopetrol con el de otras firmas petroleras.

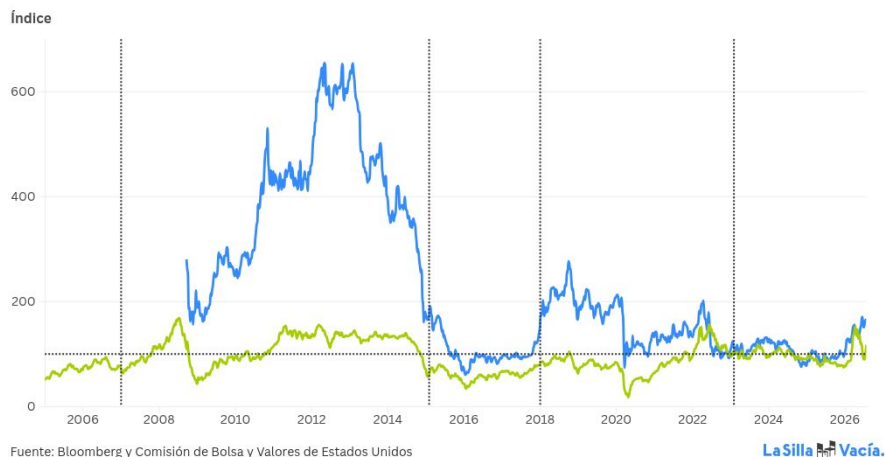
El panel inferior presenta, para el precio de la acción de varias firmas y para los precios del Brent, la razón entre el precio “reciente” y el precio en el “pasado” (concretamente entre el promedio para 2023-04-28 – 2026-07-24 y el promedio para 2008-09-19 – 2023-04-21). El primer período corresponde a la Presidencia de Ricardo Roa, y el segundo a los años anteriores, desde el momento en que se inscribió la acción de Ecopetrol en la Bolsa de Nueva York.

Se evidencia un marcado rezago relativo de la acción de Ecopetrol. Mientras los precios promedio del Brent y del WTI durante la presidencia de Roa fueron similares a los del período anterior, el precio promedio de la acción de Ecopetrol equivalió apenas al 44 % de su promedio previo (es decir, 56 % menor). En contraste, las razones fueron 1,83 (83% superior) para ConocoPhillips, 1,50 para Exxon Mobil, 1,48 para Chevron y 1,30 para YPF. Petrobras y Occidental registraron razones inferiores a 1, pero sus retrocesos fueron considerablemente menores a los de Ecopetrol.

PRECIO DE LA ACCIÓN DE ECOPETROL Y PRECIO DEL BRENT

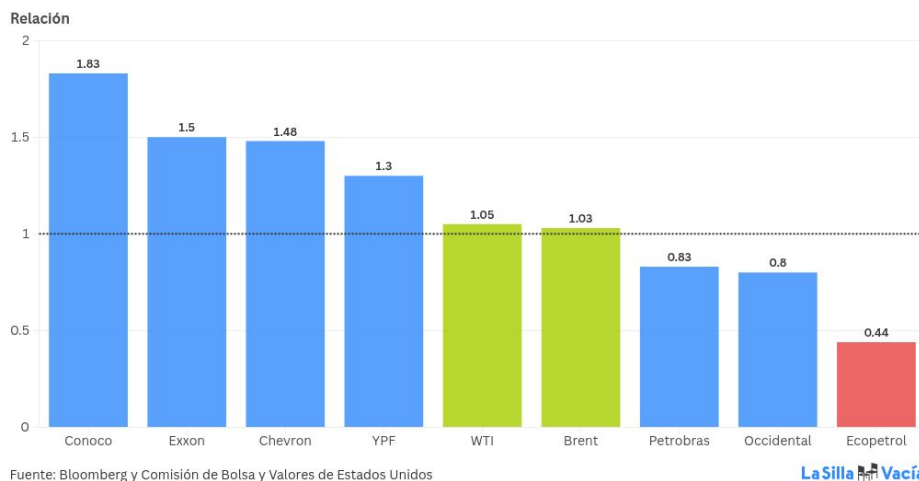
Índices: 28 de abril del 2023 = 100

■ Ecopetrol ■ P Brent



PRECIO DE LA ACCIÓN DE ECOPETROL Y PRECIO DEL BRENT

Índice promedio (2023-04-08 - 2026-07-24) / (2008-09-19 - 2023-04-21)



—Costos de Producción

El Gráfico 2 compara los costos de producción en Ecopetrol y en otras firmas petroleras. Se tomaron promedios móviles de tres años para suavizar el impacto de la tasa de cambio en Ecopetrol (las demás están originalmente en US\$). El crecimiento observado en Ecopetrol a partir de 2016 contrasta con la reducción observada en las demás firmas (hay un repunte en Occidental desde 2020). Se observa también que Ecopetrol (y Conoco) tiene los mayores costos de producción en 2023-2025 (punto final de la serie): los de BP equivalen a la mitad, y los de Chevron y Occidental el 80%.

Los costos son altos y crecientes en Ecopetrol, en parte porque no se han incorporado nuevos yacimientos, y la empresa depende cada vez más de la extracción de pozos maduros ya existentes mediante la llamada técnica de recobro mejorado. Las tecnologías de recobro secundario y terciario aportaron el 23% de la producción diaria del grupo en 2018, y 42% en 2025. La técnica requiere el manejo, separación, tratamiento y posterior

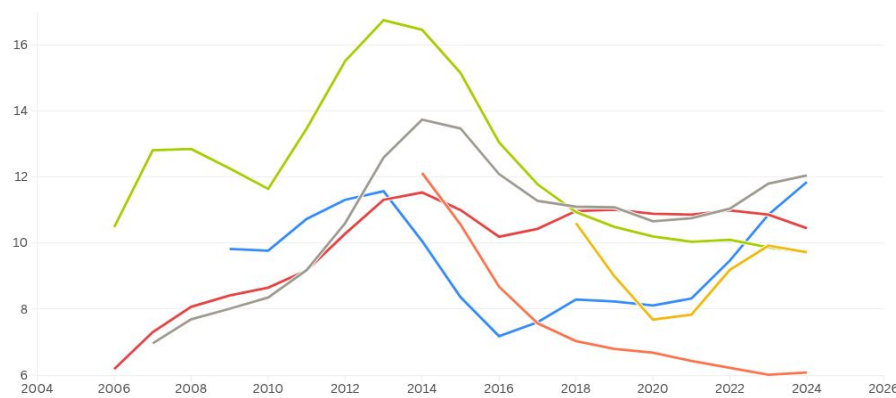
reinyección de volúmenes colosales de agua, requiere una gran cantidad de energía para bombear los fluidos a la superficie, y de productos químicos y aditivos para el tratamiento de fluidos. El costo estimado en Ecopetrol incluye los del Proyecto Permian en los Estados Unidos por los que de Ecopetrol Colombia son aún mayores. El costo por barril en Permian y Oslo equivale apenas a la mitad. del de las operaciones de Ecopetrol en Colombia.

COSTO DE LEVANTAMIENTO EN US\$

(Promedio móvil de 3 años)

■ Ecopetrol ■ ExxonMobil ■ BP ■ Chevron ■ ConocoPhillips ■ Occidental ■ YPF

US\$/Barril



Fuente: Bloomberg y Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos

La Silla Vacía.

El deterioro de Ecopetrol frente a sus pares se puede ver en otras variables que analizamos en este documento más extenso. Aunque estas asociaciones no permiten establecer por sí solas relaciones causales, su coincidencia configura un diagnóstico financiero y operativo desfavorable.

Se confirma que, durante 2023-2026, Ecopetrol ocupó una posición media-baja en rentabilidad y exhibió una combinación menos favorable que varias de las firmas comparables: deterioro relativo de la generación de caja libre, apalancamiento elevado, inversión particularmente baja y una política generosa de dividendos. Esta configuración puede sostenerse transitoriamente cuando los precios del petróleo son favorables, pero plantea interrogantes sobre la capacidad de financiar simultáneamente la reposición de reservas, la producción futura, los dividendos y el fortalecimiento del balance.

Los resultados son consistentes con los cambios observados en la orientación estratégica, la administración y el gobierno corporativo de la empresa durante el gobierno de Gustavo Petro. Se dio un giro radical hacia nuevas fuentes de energía en la llamada Estrategia 2040 (concebida en 2022 durante la Presidencia de Felipe Bayón), se nombraron miembros en la Junta Directiva con poca independencia del gobierno y con calificaciones diferentes a las requeridas para manejar la mayor empresa del país,

Como si fuera poco se redujeron paulatinamente los estándares requeridos para ingresar a la Junta y tres viceministros participaron en ella violando las recomendaciones de la OCDE (no es una obligación legal). Parte del equipo técnico con experiencia acumulada fue reemplazado por nuevos funcionarios, algunos de cuyos perfiles suscitaban cuestionamientos sobre su experiencia y adecuación para los cargos.

Las denuncias respecto a manejos turbios y nombramientos de personas cuestionables se multiplicaron, y la capacidad de Roa para concentrarse en la dirección de la compañía se vio afectada por las investigaciones y controversias relacionadas con la financiación de la campaña presidencial y por otros cuestionamientos de carácter personal.

El gobierno de Abelardo De la Espriella ha señalado un nuevo giro estratégico para volver a encaminar a Ecopetrol hacia la exploración y explotación de hidrocarburos. Eso es positivo. Pero para lograrlo, dado el rezago con el que recibe la empresa, necesitará un liderazgo experto, capaz de concentrarse totalmente en la misión de la empresa.