

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar

Marzo 4 de 2015

## Petroleras públicas: ¿Qué pasó con la transparencia y gobernanza corporativa?

Durante 2014-2015, la reversión en el precio de los *commodities* se extendió al componente de los energéticos, después de haberse observado una importante corrección en los minerales en 2011-2012. Ello ha implicado descensos del precio del Brent hacia la franja US\$50-60/barril en los inicios del año, traduciéndose en una caída acumulada del orden del 50%-60% desde mediados de 2014 (ver *Comentario Económico del Día* 18 de febrero de 2015).

Esta coyuntura de menores términos de intercambio luce apropiada para analizar lo que ha venido ocurriendo con los procesos de privatizaciones, particularmente de las firmas minero-energéticas.

Recordemos que, durante los años ochenta-noventa, las grandes “oleadas” de privatizaciones en el mundo desarrollado y en América Latina implicaron ventas del 100% de la propiedad estatal de numerosas empresas que se caracterizaban por pesadas cargas burocráticas y sindicales. En cambio, las privatizaciones de años recientes se han caracterizado por ser “de carácter parcial”, dejando a los propietarios minoritarios sufriendo decisiones gubernamentales que casi nunca han sido a favor “del negocio” que se supone deberían estar defendiendo.

Dicho de otra manera, se ha sacrificado la transparencia-gobernanza corporativa a favor de intereses políticos corto-placistas. En el caso de Ecopetrol, los accionistas minoritarios, que ostentan un 11% de su propiedad, difícilmente han logrado alterar las decisiones gubernamentales durante el período 2007-2015. Veamos algunos ejemplos a nivel global.

Petrobras (Brasil). Durante 2014, Petrobras protagonizó el mayor escándalo de corrupción de Brasil, desviando recursos por cerca de US\$9.000 millones hacia pagos-sobornos del partido de la actual presidente Dilma Rousseff (ver *The Economist*, 22 de noviembre de 2014). Ello, junto con la caída en los precios del petróleo, vino a agravar la tendencia descendente de la acción, observándose desvalorizaciones que acumulan una pérdida del -62% durante 2012-2015 (ver cuadro adjunto). Todos estos errores corporativos y gubernamentales llevaron a que Moody's degradara dicha acción al equivalente a “bonos basura” al finalizar febrero de 2015, provocando su salida de importantes índices de inversión global.

Recordemos que, en 2008, los potenciales de explotación del “*pre-salt*” de los pozos Tupi-Carioca prometían elevar sus reservas en 35.000 millones de barriles (vs. los 2.445 millones actuales de Colombia). Sin embargo, se trataba de costosos esquemas *off-shore* que ahora será muy difícil llevar a cabo, dados los niveles del Brent a US\$60-70/barril.

Han sido particularmente costosas las decisiones del gobierno de Brasil-Petrobras referidas a: i) obligar al uso de equipos y suministros locales, agravando el conocido problema del “Costo Brasil”; ii) desviar el foco de las inversiones hacia la construcción de cuatro refinerías, dos de ellas abandonadas tras “hundir” US\$400 millones; y iii) fijar los precios de los combustibles, por debajo de su precio de mercado, para “ayudar” a controlar la inflación, lo cual llevó a Petrobras a tener que importar combustibles por un valor de US\$15.000

Continúa

**Director: Sergio Clavijo**  
Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar

millones (ver The Economist, 14 de febrero de 2015). ¿Acaso nos suenan familiares algunas de estas políticas aplicadas a Ecopetrol en Colombia?

Petrochina (China). El caso de Petrochina resulta similar. Esta es una de las compañías más grandes del mundo (con una capitalización cercana a los US\$300.000 millones). Su gobierno corporativo también está siendo fuertemente criticado, tras la reciente ofensiva anticorrupción del presidente Xi Jinping. Por ejemplo, sus múltiples inversiones a pérdida en proyectos de refinerías y operaciones petroquímicas escondidas bajo “contabilidad creativa” han provocado que sus márgenes de ganancia se hayan reducido del 25% al 8% durante la última década. Además, sus niveles de deuda ya bordean el 35% (vs. los niveles cuasi nulos de unos años atrás). No es de extrañar que su retorno promedio haya sido del -10% anual durante 2012-2014, aún antes del desplome de los precios del petróleo.

Ecopetrol (Colombia). Al igual que en las otras petroleras estatales, han existido cuestionamientos a su transparencia-gobernanza y, recientemente, afloraron problemas de sobornos en adjudicaciones de contratos a nivel internacional (caso Petrotiger, actualmente bajo investigación).

La desvalorización de su acción, cayendo de niveles de \$4.500 en 2013 a cerca de \$2.100 actualmente, representa una pérdida del -54%, donde la principal preocupación tiene que ver con la ausencia de hallazgos relevantes. En efecto, pese a que sus reservas petroleras mostraron un incremento del 6% durante 2014, estas solo llegan a los 2.048 millones de barriles (equivalente a unos 7.5 años de producción). Peor aún, la tasa de éxito exploratorio se ha venido reduciendo, ubicándose en el 13% en 2014 (vs. niveles del 35%-60% en 2012-2013).

Anif ha venido repicando sobre la importancia de sustituir activos públicos (en su mayoría energéticos) por activos de infraestructura. Todo ello, con miras a mejorar la competitividad del sector privado mediante la dotación de bienes públicos de infraestructura que el sector privado no está en capacidad de proveer. En particular, veníamos proponiendo la enajenación del remanente 58% en Isagen, pero no apareció un comprador dispuesto a pagar los supuestos US\$2.500 millones que valía la firma al cierre de 2014. En el caso de Ecopetrol, se ha venido discutiendo la enajenación de un 10% adicional, para llevar la porción privada a cerca del 21% del total. Sin embargo, en medio de la actual destorcida minero-energética, ello no luce conveniente, dadas las mencionadas desvalorizaciones de la acción (ver *Informe Semanal* No. 1214 de abril de 2014).

A este respecto, Ecopetrol debe focalizarse en sortear el difícil período 2015-2016, donde será clave: i) el nombramiento de su nuevo presidente, ojalá alguien con profundo conocimiento del sector y no un simple “yes-man” a la hora del traspaso de utilidades al gobierno; y ii) la profundización del Plan Mega, el cual tiene la exigencia de elevar la producción a no menos de 760 kbpd frente a las perspectivas de caer hacia los 650 kbpd por los repetidos recortes en el CAPEX y los compromisos adquiridos en Reficar, cuyo costo cercano a los US\$7.000 millones aún tiene el desafío histórico de realizar la TIR con la cual se estimó dicho “mega-proyecto”.

**Petrobras, Petrochina y Ecopetrol: Perfil e indicadores financieros**

	Relación Público/Privado	Reservas petroleras (Mbpe)	Activos		Indicadores financieros		
			(US\$ millones)	(% del PIB)	P/E	Dividend yield (%)	Retorno prom. anual 2012-2014 (%)
<b>Petrobras (Brasil)</b>	64/36	16.565	336.500	16	6.0		-33
<b>Petrochina (China)</b>	87/13	23.860	389.700	4	11.6	4.2 (sep-2014)	-10
<b>Ecopetrol (Colombia)</b>	89/11	2.048	72.900	19	8.2	15.4 (may-2014)	-48

Fuente: elaboración Anif con base en FMI, Bloomberg, Petrobras, Petrochina y Ecopetrol.