Ecopetrol y el dividendo de la Nación[1]

Alejandro Vargas Sánchez, PhD, CFA - Paola Alejandra Pereira Soliz, MSc.

27 de marzo de 2026

Ricardo Roa Barragán, presidente de Ecopetrol, había respaldado públicamente un dividendo de 110 pesos colombianos (COP) por acción. En su mensaje de resultados de 2025 había vinculado esa propuesta con la fortaleza operativa y la disciplina de capital del grupo. El 27 de marzo, la Asamblea General de Accionistas debía considerar cuánto distribuir y cuándo hacerlo. Roa ya había presentado la gestión del año; antes de votar la distribución, había tres propuestas sobre la mesa (Ecopetrol, 2026b, 2026d).

Germán Ávila, ministro de Hacienda y Crédito Público, presidía la asamblea. El Ministerio, en representación de la Nación, proponía COP 121 por acción, con parte del pago estatal diferido hasta junio. Pablo Emilio Martínez Corredor había propuesto COP 130, pagaderos en abril. La Nación poseía aproximadamente 88,49% de las acciones en circulación. La recomendación financiera de Roa debía sostenerse ante una asamblea en la que el Estado tenía el control del voto y recibiría la mayor parte del dividendo (Ecopetrol, 2026a, 2026d).

Detrás de cada peso distribuido había un negocio que requería reinversión. Ecopetrol participaba en la exploración y producción de petróleo y gas, el transporte por ductos y la refinación de combustibles en Barrancabermeja y Cartagena. Mantener pozos, transportar crudo y asegurar la confiabilidad de las refinerías exigía recursos antes de vender y cobrar el producto. El plan de 2026 contemplaba inversiones para mantener producción y compensar la declinación natural de campos de gas (Ecopetrol, 2025).

El grupo también tenía presencia de exploración y producción en Estados Unidos, Brasil y México. Su participación de 51,4% en Interconexión Eléctrica (ISA) lo vinculaba con transmisión eléctrica y vías, además del negocio de hidrocarburos. La diversificación ampliaba las fuentes de resultados, pero los recursos se generaban y administraban en sociedades distintas. No toda la caja del grupo estaba directamente a disposición de Ecopetrol S.A., la sociedad que pagaría el dividendo (Ecopetrol, 2025, 2026a).

En 2025, la producción del grupo había sido de 745,3 mil barriles equivalentes de petróleo diarios, casi igual a los 745,8 mil de 2024; esa medida incluía gas convertido a su equivalente energético. La carga de refinación alcanzó 417,1 mil barriles diarios. La continuidad operativa convivía con un mercado menos favorable: el Brent promedio pasó de USD 79,9 a USD 68,2 por barril, donde USD representa dólares estadounidenses. Mantener volumen no había evitado la presión del precio internacional (Ecopetrol, 2026b).

[1] Caso de estudio elaborado por Alejandro Vargas Sánchez y Paola Alejandra Pereira Soliz a partir de fuentes públicas para la discusión en clase. No pretende ilustrar una gestión eficaz o ineficaz de una situación empresarial. Las comparaciones de dividendos y las sensibilidades de recursos fueron preparadas para este caso; no son proyecciones de Ecopetrol ni recomendaciones de sus asesores.

Los recursos de la matriz

La Junta había aprobado para 2026 un plan de inversiones del grupo de COP 22–27 billones. Comprendía producción, transporte, confiabilidad de refinación y proyectos de transmisión y transición energética. El presupuesto incluía iniciativas para sostener la operación, además de desarrollos nuevos. Era el plan del grupo completo; sus desembolsos no podían sumarse sin más a las obligaciones inmediatas de la matriz (Ecopetrol, 2025).

Para sostener la propuesta que Roa había respaldado, importaban los estados separados de Ecopetrol S.A. y la forma en que recibía recursos de sus compañías. El proyecto de distribución utilizaba una utilidad neta de 2025 de aproximadamente COP 9.028,8 mil millones. En los resultados separados figuraban COP 7.050 mil millones por participación en resultados de compañías. Reconocer esa participación no equivalía a haber cobrado el mismo importe en dividendos (Ecopetrol, 2026a, 2026c).

La base contable sometida a la asamblea era mayor que la utilidad del año. El proyecto incorporaba liberaciones de reservas y ponía a disposición COP 25.664,3 mil millones. Esa cifra permitía entender qué se estaba asignando entre dividendos y reservas; no identificaba un depósito bancario disponible para pagar. El anexo 2 reúne las tres propuestas sobre una misma base accionaria y de utilidad (Ecopetrol, 2026c, 2026d).

La generación de recursos tenía otra secuencia. En 2025, la matriz había producido COP 17.653 mil millones de efectivo de operación. El flujo neto de inversión fue negativo en COP 5.000 mil millones, después de incorporar tanto desembolsos como cobros. Entre ellos se encontraban COP 12.321 mil millones de inversión en activos productivos y COP 7.823 mil millones de dividendos recibidos de compañías. Los resultados del grupo llegaban a la matriz por mecanismos concretos y en fechas determinadas (Ecopetrol, 2026a).

Los intereses pagados, COP 5.767 mil millones, y los arrendamientos, COP 631 mil millones, se presentaban en financiación. Después del flujo de inversión y de esos pagos quedaba un flujo neto anual de COP 6.255 mil millones, anterior a dividendos, financiación neta de principal y efecto cambiario. Los dividendos efectivamente pagados durante 2025 habían sido COP 8.784 mil millones. Esos pagos correspondían a decisiones anteriores; no eran la distribución que se votaría en marzo (Ecopetrol, 2026a).

El anexo 1 permite seguir el recorrido hasta el efectivo final. Pese al aporte neto de nuevos préstamos frente a amortizaciones, la caja pasó de COP 4.141 mil millones al inicio de 2025 a COP 2.796 mil millones al cierre. Ese saldo describía diciembre. La decisión de marzo exigía mirar los recursos que llegarían antes de cada pago y los compromisos que debían atenderse con ellos; el resultado contable y la caja histórica no fijaban por sí solos ese calendario.

Las fechas de la distribución

La propuesta de la Junta, anunciada el 4 de marzo, distribuía COP 110 por acción, aproximadamente 50,1% de la utilidad neta de 2025, en una cuota a más tardar el 30 de abril. La de Martínez Corredor elevaba el dividendo a COP 130, aproximadamente 59,2%, y conservaba el pago íntegro en abril. La propuesta del Ministerio, COP 121, distribuía aproximadamente 55,1%, con un calendario distinto para la Nación (Ecopetrol, 2026c, 2026d).

Con COP 121, los accionistas privados recibirían todo en abril: COP 572,6 mil millones. La Nación cobraría COP 4 billones hasta el 30 de abril y el remanente hasta el 30 de junio. Por ello, pasar de COP 110 a COP 121 elevaba la distribución total de COP 4.522,8 a COP 4.975,1 mil millones, pero la salida de abril sólo aumentaba en COP 49,7 mil millones. Los otros COP 402,6 mil millones se desplazaban a junio. Un mayor dividendo total no tenía aquí un incremento inmediato de igual magnitud.

El calendario debía relacionarse con otro vínculo con la Nación. El Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) intervenía en la remuneración de ventas de gasolina corriente y diésel. El diferencial entre un precio de paridad, vinculado al mercado del golfo de Estados Unidos, y el ingreso regulado al productor podía originar un valor a favor de Ecopetrol con cargo al fondo. Ese diferencial formaba parte del ingreso por ventas, aunque el efectivo se recaudara después. No se trataba simplemente del precio que el consumidor veía en una estación de servicio (Ecopetrol, 2026a).

Había antecedentes de recaudo relevantes. En los estados separados, la cuenta FEPC había pasado de COP 5.961 mil millones al inicio de 2025 a COP 2.432 mil millones al cierre, después de liquidaciones, otros movimientos y cobros por COP 5.996 mil millones. El Estado había pagado durante el año. El saldo final, sin embargo, no acreditaba cuánto permanecía pendiente el día de la asamblea ni cuándo ingresaría en efectivo (Ecopetrol, 2026a).

La propuesta de COP 110 había mencionado la planificación de pagos del FEPC al establecer el vencimiento del dividendo. El anuncio fijaba el 30 de abril como fecha máxima de pago; no presentaba el cobro como una condición suspensiva. El Estado era así receptor de la mayor parte de la distribución y contraparte de una cuenta que importaba para la tesorería (Ecopetrol, 2026c).

El anexo 3 traduce los montos en recursos netos que deben respaldar cada vencimiento. Un cobro oportuno podía reducir la exigencia de otros recursos; diferir una salida preservaba margen hasta su nueva fecha. La comparación mantenía separadas esas posibilidades: no atribuía a la compañía un saldo de caja futuro ni suponía que una nueva financiación estuviera concedida. El compromiso diferido a junio seguía necesitando respaldo.

La relación con la Nación

La capacidad de sostener los pagos también dependía de las obligaciones financieras y del acceso al crédito. Al cierre de 2025, los préstamos y financiaciones de la matriz sumaban COP 73.925 mil millones; COP 7.686 mil millones se clasificaban como corrientes. Alrededor de 95,0% de la deuda estaba denominada en moneda extranjera y 22,7% a tasa variable. Los ingresos y las coberturas importaban para evaluar la exposición cambiaria neta; esas proporciones, por sí solas, no medían el riesgo completo (Ecopetrol, 2026a).

El vínculo estatal formaba parte explícita de las evaluaciones crediticias. El 27 de junio de 2025, S&P Global Ratings había rebajado la calificación de Ecopetrol a BB, con perspectiva negativa, después de una acción similar sobre Colombia. Su perfil crediticio individual permanecía en bb+. S&P relacionaba el límite soberano con la importancia de la empresa para la Nación y la posibilidad de intervención gubernamental negativa. El deterioro fiscal del país podía llegar a la calificación de la empresa aunque su perfil individual fuera superior (S&P Global Ratings, 2025).

Fitch Ratings también había llevado la calificación a BB, con perspectiva estable, el 22 de diciembre de 2025, tras la rebaja soberana. Su explicación destacaba el control estatal y la ausencia de una separación jurídica que aislara los flujos de caja de la compañía. La condición de empresa controlada por el Estado influía en la evaluación de sus obligaciones internacionales (Fitch Ratings, 2025).

Moody's Ratings mostraba otro efecto del vínculo. Su acción del 27 de junio de 2025 mantenía Ba1 con perspectiva estable, tres escalones por encima de una evaluación crediticia base de b1. Incorporaba una alta probabilidad de apoyo gubernamental. Ese apoyo esperado no era una garantía contractual: el prospecto de los bonos internacionales emitidos en octubre de 2024 indicaba que la Nación no respondía por esas obligaciones (Moody's Ratings, 2025; Ecopetrol, 2024).

Las agencias también observaban la política financiera. S&P advertía sobre priorizar dividendos frente a inversión y flexibilidad. Moody's había señalado que mantener inversión alta y distribuciones superiores al rango de política podía estrechar la liquidez en 2026–2027. Las tres propuestas de la asamblea se situaban dentro del rango de 40–60% citado por Moody's. Ese cumplimiento no resolvía cuándo se cobraría ni qué recursos quedarían disponibles. El anexo 4 conserva las evaluaciones fechadas y el perfil de deuda, sin convertir un monto de dividendo en una calificación automática.

Roa había respaldado COP 110 y presentado la gestión ante la asamblea. La propuesta de la Nación combinaba una distribución mayor con un aplazamiento parcial; la de Martínez Corredor aumentaba el pago íntegro de abril. La asamblea decidiría. Desde la responsabilidad ejecutiva, la recomendación debía relacionar lo que se entregaba a los accionistas con la capacidad de invertir, cumplir obligaciones y conservar acceso a financiación.

¿Qué monto y calendario debía sostener Roa ante las tres propuestas? Para defender su posición tenía que precisar qué recursos consideraba disponibles antes de cada vencimiento, cuánto dependía de cobros del Estado y qué margen financiero debía conservar Ecopetrol.

Anexo 1 Resultados y recorrido de la caja

Ecopetrol S.A. estados separados de 2025. COP miles de millones, salvo indicación. Las cifras publicadas en los estados están redondeadas.

Resultados de la matriz	**2025**
Ingresos	93.541
Resultado operacional	8.783
Participación en resultados de compañías	7.050
Utilidad neta reportada	9.029

Conciliación de efectivo	**2025**
Caja al inicio	4.141
Efectivo de operación	17.653
Flujo neto de inversión	(5.000)
Intereses pagados	(5.767)
Arrendamientos capital e intereses	(631)
Dividendos pagados	(8.784)
Nuevos préstamos menos principal pagado	1.584
Efecto cambiario en el efectivo	(400)
Caja al cierre	2.796

El flujo neto de inversión ya incluye COP 7.823 mil millones de dividendos recibidos de compañías y COP 12.321 mil millones de inversión en propiedad, planta, recursos naturales e intangibles, además de otras entradas y salidas. Los intereses y arrendamientos se presentan en financiación; no están descontados en el flujo operativo.

Flujo de operación + inversión − intereses − arrendamientos = 17.653 − 5.000 − 5.767 − 631 = 6.255. Es un flujo del año antes de dividendos, financiación neta de principal y efecto cambiario, no un saldo bancario.

Los estados separados describen la matriz. La participación en resultados no equivale al cobro de dividendos de compañías. La caja de diciembre no es un saldo al 27 de marzo ni una proyección de abril. Fuente: Ecopetrol (2026a).

Anexo 2 Tres propuestas de distribución

Propuestas presentadas antes del voto del 27 de marzo de 2026. COP miles de millones, salvo pesos por acción y porcentajes.

Base: 41.116.694.690 acciones en circulación; 36.384.788.417 de la Nación y 4.731.906.273 privadas. Utilidad neta exacta para el proyecto: COP 9.028.764.859.338. Recursos contables a disposición de la asamblea: COP 25.664,3 mil millones.

Propuesta	Junta	Nación	Martínez Corredor
Pesos por acción	110	121	130
Dividendo total	4.522,8	4.975,1	5.345,2
A la Nación	4.002,3	4.402,6	4.730,0
A privados	520,5	572,6	615,1
Porcentaje de utilidad neta	50,1%	55,1%	59,2%

Calendario y diferencias	Junta 110	Nación 121	Particular 130
Nación hasta 30 de abril	4.002,3	4.000,0	4.730,0
Privados hasta 30 de abril	520,5	572,6	615,1
Total hasta 30 de abril	4.522,8	4.572,6	5.345,2
Nación adicional hasta 30 de junio	0,0	402,6	0,0
Incremento total frente a 110	0,0	452,3	822,3
Incremento en abril frente a 110	0,0	49,7	822,3

La propuesta de COP 110 y la de COP 130 pagan íntegramente a todos hasta el 30 de abril. Con COP 121, los privados cobran todo hasta abril; la Nación recibe COP 4 billones hasta abril y COP 402,6 mil millones adicionales hasta junio. Los cálculos se apoyan en las acciones en circulación y conservan el mismo perímetro.

La base contable incluye liberaciones de reservas y no constituye efectivo. El proyecto de Junta toma en cuenta la calendarización de pagos FEPC y fija el vencimiento del dividendo; no expresa que sólo se pagará si se cobra el fondo. Fuentes: Ecopetrol (2026a, 2026c, 2026d).

Anexo 3 Recursos requeridos y cobros FEPC

COP miles de millones. Los antecedentes son históricos; las sensibilidades de cobro futuro son ejercicios preparados para la discusión.

FEPC en los estados separados	**2025**
Saldo inicial	5.961
Liquidaciones del período	2.325
Movilizaciones y otros	142
Cobros	(5.996)
Saldo al 31 de diciembre	2.432

El saldo de diciembre no acredita un saldo actualizado al votar ni una fecha de cobro. Para cada vencimiento, los dividendos deben respaldarse con cobros FEPC en efectivo y otros recursos netos disponibles. Estos otros recursos comprenden caja utilizable y flujos acumulados después de operación, inversión, intereses, principal, impuestos y demás compromisos; excluyen el FEPC y los dividendos aquí evaluados.

Otros recursos netos requeridos = máximo de cero y dividendos acumulados + reserva adicional – cobros FEPC acumulados.

Cobro hipotético antes del 30 de abril	**Junta 110**	**Nación 121**	**Particular 130**
0,0	4.522,8	4.572,6	5.345,2
500,0	4.022,8	4.072,6	4.845,2
1.000,0	3.522,8	3.572,6	4.345,2

El cuadro muestra otros recursos netos mínimos requeridos en abril. Se usa reserva adicional cero para mostrar sólo el piso de dividendos; una reserva prudencial elegida se añade al requerimiento. Cero en cobros muestra el análisis bruto, no un pronóstico de recaudo nulo. Los importes 500 y 1.000 son variaciones hipotéticas de cobranza, sin probabilidad asignada.

Con COP 121, el compromiso acumulado a junio llega a 4.975,1. La postergación de 402,6 reduce la salida de abril frente a pagar todo ese dividendo inmediatamente, pero no elimina su necesidad de recursos. Los cobros acumulados a junio deben contarse una sola vez.

Los umbrales expresan condiciones de cobertura y no afirman que la compañía tenga un déficit real, un crédito concedido o un saldo futuro determinado. Fuentes de antecedentes y calendarios: Ecopetrol (2026a, 2026c, 2026d).

Anexo 4 Deuda y evaluación crediticia

Perfil contable de la matriz al 31 de diciembre de 2025. COP miles de millones, salvo proporciones.

Préstamos y financiaciones	Importe	Proporción
Total	73.925	100,0%
Parte corriente	7.686	
En moneda extranjera	70.237	95,0%
A tasa variable	16.802	22,7%

La deuda corriente no es un calendario de pagos del trimestre. La deuda extranjera no mide exposición neta sin ingresos y coberturas. Las evaluaciones de agencias emplean sus propios perímetros y ajustes; estos saldos separados no sustituyen sus métricas.

Agencia y fecha	Emisor y perspectiva	Perfil individual y vínculo soberano
S&P Global Ratings 27/06/2025	BB Negativa	Perfil individual bb+. Límite soberano por el vínculo con la Nación y la posible intervención gubernamental negativa.
Fitch Ratings 22/12/2025	BB Estable	Límite soberano por control estatal y ausencia de separación jurídica de los flujos de caja.
Moody’s Ratings 27/06/2025	Ba1 Estable	Evaluación crediticia base b1. Tres escalones de apoyo gubernamental implícito en la calificación final.

Las medidas individuales de S&P y Moody’s responden a metodologías distintas. El apoyo implícito no equivale a una obligación contractual: en el prospecto de los bonos internacionales de octubre de 2024 se establece que la Nación no responde por las obligaciones de esa emisión.

S&P observaba el riesgo de priorizar dividendos frente a inversión y flexibilidad. Moody’s advertía sobre inversión alta y distribuciones superiores al rango de política de 40–60%, con posibles efectos en liquidez de 2026–2027. Las tres propuestas de esta asamblea están dentro de ese rango; su cobertura de efectivo exige un análisis adicional.

Son evaluaciones previas a la decisión. Ninguna fórmula de los anexos asigna una calificación futura ni una prima de nueva financiación. Fuentes: Ecopetrol (2024, 2026a), Fitch Ratings (2025), Moody’s Ratings (2025) y S&P Global Ratings (2025).

Referencias

Ecopetrol. (2024, 16 de octubre). *Prospectus supplement 7.750% notes due 2032*. https://www.ecopetrol.com.co/wps/wcm/connect/8fc370a4-7432-4dfb-8959-09adf52e92c2/prospecto-suplementario.pdf?CVID=pmciOat&MOD=AJPERES

Ecopetrol. (2025, 27 de noviembre). *El Grupo Ecopetrol invertirá entre 22 y 27 billones de pesos en el 2026*. https://files.ecopetrol.com.co/web/esp/informacion%20relevante/plan-financiero-2026-esp.pdf

Ecopetrol. (2026a). *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2025 y 2024*. https://files.ecopetrol.com.co/web/esp/estadosfinancieros/202512-notas-ec.pdf

Ecopetrol. (2026b). *Reporte cuarto trimestre y año 2025*. https://files.ecopetrol.com.co/web/esp/resultados/2025/reporte-4t-2025.pdf

Ecopetrol. (2026c, 4 de marzo). *Propuesta de proyecto de distribución de utilidades del ejercicio 2025*. https://files.ecopetrol.com.co/web/esp/informacion%20relevante/dividendos-esp.pdf

Ecopetrol. (2026d, 27 de marzo). *Decisiones adoptadas por la Asamblea General Ordinaria de Accionistas del 27 de marzo de 2026*. https://files.ecopetrol.com.co/web/esp/informacion%20relevante/informacion-relevante-aga-2026.pdf

Fitch Ratings. (2025, 22 de diciembre). *Fitch downgrades Colombian corporates after sovereign downgrade; assigns outlooks*. https://files.ecopetrol.com.co/web/esp/documentos/fitch-downgrades-colombian-corporates-after-sovereign-downgrade.pdf

Moody's Ratings. (2025, 27 de junio). *Moody's Ratings afirma las calificaciones de Ba1 de Ecopetrol; perspectiva estable*. https://www.ecopetrol.com.co/wps/wcm/connect/7eac64da-119b-4279-9372-aa14bf4a7306/calificacion-moodys-2025-esp-completo.pdf?MOD=AJPERES&attachment=false&id=1751385892419

S&P Global Ratings. (2025, 27 de junio). *Ecopetrol S.A. downgraded to BB from BB+ on similar action on Colombia; outlook negative*. https://www.ecopetrol.com.co/wps/wcm/connect/31e6c8a4-dcc6-4277-9940-665aa76b69b7/S%26P%2B-%2BMediaRelease%2B27%2Bjunio.pdf?CVID=pw9qHz2&MOD=AJPERES