



**Colegio de Estudios
Superiores de Administración**

**“Gobierno Corporativo en la industria Oil & Gas en Colombia: un caso de estudio sobre
Frontera Energy Corp”**

Juan Diego Zambrano López

Colegio de Estudios Superiores de Administración – CESA

Maestría Finanzas Corporativas

Bogotá

2022

**“Gobierno Corporativo en la industria Oil & Gas en Colombia: un caso de estudio sobre
Frontera Energy Corp”**

Directores de Tesis:

María Andrea Trujillo Dávila y Álvaro Alexander Guzmán Vásquez

Colegio de Estudios Superiores de Administración – CESA

Maestría Finanzas Corporativas

Bogotá

2022

Contenido

1. Título.....	4
2. Planteamiento del problema (incluye justificación, datos, evidencia, etc.) y Pregunta de Investigación	4
3. Hipótesis	6
4. Objetivo general.....	6
5. Objetivos específicos.....	7
6. Estado del arte	7
7. Marco teórico	10
8. Metodología.....	13
9. Resultados	14
10. Conclusión	27
11. Bibliografía.....	28

Contenido de Tablas

Tabla 1 - Presidentes de Frontera Energy Corp.....	26
Tabla 2 - Listado Miembros de Junta Directiva.....	26
Tabla 3 - Covenants.....	27

Contenido de Ilustraciones

Ilustración 1 - Histórico Ingresos	18
Ilustración 2 - Histórico Producción y Net Back	19
Ilustración 3 - Histórico Nivel de Apalancamiento.....	20
Ilustración 4 - Histórico Inversión y EBITDA.....	21
Ilustración 5 - Histórico Inversión y Reservas.....	23
Ilustración 6 - Histórico Precio Acción Frontera	24

1. Título

Gobierno Corporativo en la industria Oil & Gas en Colombia: un caso de estudio sobre Frontera Energy Corp

2. Planteamiento del problema (incluye justificación, datos, evidencia, etc.) y Pregunta de Investigación

En el año 2016 Pacific Rubiales cambió de dueños y pasó a llamarse Frontera Energy Corp. Este cambio se dio después que la compañía canadiense llegará a altos niveles de endeudamiento con una razón corriente de 5,24 y una razón de pasivos sobre activos de 175%, dejando la compañía en una situación de *distress financiero* insostenible y por ende la necesidad de reestructurar lo venía siendo la petrolera con mayor crecimiento de la segunda década del XXI. Lo que se conocía como Pacific Rubiales desapareció para tener una nueva presentación bajo otro Gobierno Corporativo después de una serie de eventos y condiciones particulares. Como se mencionó, Pacific Rubiales tuvo un ascenso vertiginoso en su

producción de crudo en sus pozos Rubiales y Quifa en los llanos orientales, se alcanzó a posicionar como una de las principales compañías colombianas, y en tan solo un año, del 2014 al 2015, sus estados financieros registraron caídas en sus ingresos de cerca del 53%, su netback¹ cayó cerca de un 53% para el mismo periodo de tiempo. Esto fue registrado y alertado al mercado por distintos medios de comunicación, como Blomberg (2015), lo cual repercutió fuertemente su precio en la bolsa de valores en una caída de más del 50% para el año 2015 (Portafolio, 2015). Hoy Frontera Energy es una compañía de márgenes competitivos y un comportamiento positivo en su precio de acción en la Bolsa de Toronto, la cual se ha prácticamente duplicado desde los niveles prepandemia en el 2020 en febrero en comparación a sus niveles de febrero del 2022, aun con condiciones difíciles del mercado como una creciente oferta en los productos, fuerzas inflacionarias y tensiones geopolíticas de los países. Característicamente, según Dorp Et. al “la caída de este gigante se relaciona con el sobreendeudamiento y la sobreestimación de algunos de los bloques adquiridos” (2016, p. 39), para comienzos del 2015 Pacific Rubiales contaba con un ROA alrededor del -20% y después de 5 años Frontera Energy tiene un ROA de -3.8%, lo que lleva a pensar que la manera en que se toman decisiones en la compañía ha cambiado y esto probablemente se ha dado por los cambios en su Gobierno Corporativo. Prueba de esto es el galardón obtenido como *una de las empresas más Éticas del Mundo* en el 2021 y en el 2022 por el Instituto Ethisphere² lo que muestra que sus controles internos, sus estándares y procesos internos han cambiado sustancialmente en relación a su Gobierno Corporativo de esta compañía.

¹ Este concepto se refiere a la Ganancia total por barril

² <https://worldsmoethicalcompanies.com/>

Dado lo mencionado anteriormente el problema que se plantea este proyecto es responder a la siguiente pregunta: ¿Cuáles son las principales variables que han permitido que Frontera Energy haya mejorado su Gobierno Corporativo en los últimos 5 años?

Esta pregunta es relevante para el contexto colombiano y para la literatura académica debido a que es una de las principales compañías en el país, que genera empleo, inversión y regalías para la nación que se utilizan para la ejecución de las políticas públicas del Gobierno Nacional. Dada esta mejoría en sus indicadores y los reconocimientos que se ha tenido a nivel internacional, Frontera Energy es un referente del Gobierno Corporativo en la industria del Oil & Gas en Colombia y representa un caso de estudio con muchas aristas a rescatar para que otras compañías se sumen a las buenas prácticas que mejoran el desempeño financiero de las firmas.

3. Hipótesis

El funcionamiento del Gobierno Corporativo en el periodo 2016 -2021 con respecto a su Junta Directiva, sus prácticas en materia de revelación al mercado y transparencia, su compromiso con sus áreas sociales de su actividad, su estrategia de apalancamiento y su nuevo liderazgo ha generado mejores procesos en la operación de E&P³, mejores decisiones de inversión y financiación en Frontera Energy Corp.

4. Objetivo general

Encontrar las principales variables que han permitido el mejoramiento del desempeño del Gobierno Corporativo en Frontera Energy Corp en los últimos 5 años

³ Exploración y Producción (“E&P”)

5. Objetivos específicos

- Presentar un recorrido detallado y relevante por la literatura sobre las variables que mejoran el Gobierno Corporativo en una compañía.
- Mencionar la relación entre el Gobierno Corporativo y el desempeño financiero de las compañías a la luz de la literatura
- Discutir los retos de Gobierno Corporativo de la industria Oil & Gas a la luz de los problemas de agencia y la naturaleza de una actividad intensiva en capital
- Discutir los cambios de desempeño operacional, sus decisiones de inversión y financiación a la luz de los cambios efectuados en el 2016 en su Gobierno Corporativo hasta el 2021 como proposiciones teóricas.

6. Estado del arte

En la literatura se presentan unos postulados teóricos claros acerca de las variables de Gobierno Corporativo que afectan el adecuado desempeño de una compañía. Es importante mencionar que el Gobierno Corporativo se trabaja en varios niveles de la organización, tales como su Junta Directiva, sus procesos de auditoría, su estructura de gerencia, los controles de cumplimiento y variables de relacionamiento con su entorno.

En primer lugar, la literatura identifica que el involucramiento de los fundadores o dueños de las compañías en las firmas genera un vínculo fuerte con las decisiones de la compañía, que va más allá de la búsqueda de la maximización de beneficios económicos. Dado este fuerte vínculo, se utiliza la literatura de empresas familiares como un referente importante en todos

los análisis de Gobierno Corporativo ya que en ella se profundiza sobre cómo los intereses personales o familiares pueden estar influenciando los intereses de la compañía como una entidad independiente y que merece unos intereses autónomos e independientes de sus fundadores. En este sentido, el esquema accionario es de suma importancia para el desarrollo del Gobierno Corporativo, a manera de ejemplo “las corporaciones con propiedad de muchos accionistas pequeños tienen un *problema de incentivos*; i.e los directores tienen sus propios objetivos, como la maximización de su ingreso, lo cual tiene una desviación con los accionistas, quienes se asume que buscan rentabilidad o la maximización del valor de la compañía en el mercado” (Grossman & Hart, 1982, pág. 107). Este problema de incentivos tiene efectos en los estados financieros, los niveles de inversión y las decisiones de la operación, ya que cada agente sobre la empresa está buscando satisfacer sus necesidades, que no necesariamente se encuentran alineadas. En este sentido, la literatura se plantea un vínculo importante de sus dueños que afectan las decisiones de una manera muy similar a empresas familiares como se mencionó anteriormente, resultando en situaciones donde la alineación de los intereses se convierte en un reto importante.

Adicionalmente, Morck, Shleifer, & Vishny (1988) y Stulz (1988) encuentran una relación positiva entre el valor de la firma y la propiedad gerencial. Esta correlación se da por medio de los problemas de agencia: “el efecto de la concentración de la propiedad por parte de un accionista externo sobre los problemas de agencia, y en última instancia sobre el valor de la firma, dependerá del balance entre los beneficios compartidos y los beneficios privados del control.” (Trujillo & Guzman, 2015). Por ende, las compañías tienen una labor por cumplir muy importante acerca de los beneficios que le buscan dar a sus empleados y accionistas. Análogamente, otra variable significativa en el Gobierno Corporativos es la Junta Directiva,

máximo ente de toma de decisiones. La cual debe ser analizada en los textos académicos desde dos puntos de vista: (i) desde el nivel de información que maneja la junta directiva (Core, Holthausen, & Larcker, 1999) y (ii) la presencia de roles independientes en la junta (Nguyen & Nielsen, 2010). Como se mencionó anteriormente, para los trabajos académicos de Gobierno Corporativo como este, es relevante tener en cuenta el marco de análisis de las empresas familiares y sus protocolos en las juntas directivas. Para estas tensiones identificadas en la literatura, hay estudios como el de Anderson y Reeb (2003) analizan la relación entre empresas de familia, su performance y su presencia en el indicador S&P, asimismo Fahlenbrah (2009) y Shuster et. al, (2020) encuentran evidencia de firmas manejadas por sus dueños tienen un mayor nivel de *capital expenditure* (“capex”), más inversión en R&D y son menos propensas a recortar inversiones en R&D para el corto plazo. González et al, (2015) manifiesta que el involucramiento familiar tiene un efecto directo en el Turnover del CEO atribuible a las tensiones en la Agencia.

En la literatura especializada sobre el sector de Oil & gas se tiene en primer lugar a Inkpen & Moffet (2011) quienes describen el mercado global de hidrocarburos y sus características especiales para estudios de tipo Gobierno Corporativo, tales como las compañías IOC y NOC, las cuales se refieren a compañías de petróleo internacionales y compañías de petróleo nacionales, respectivamente por sus siglas en ingles. Algunos de los hallazgos es que para la década de los 70s el 85% de las reservas de hidrocarburos estaban concentradas en compañías IOCs, este porcentaje ha caído a cerca del 10% para los años recientes (Inkpen & Moffett, 2011); En segundo lugar, Orazalin et al. (2015) desarrolla un estudio con las 20 compañías más grandes en Russia de Oil & Gas durante el 2009 y el 2012 en donde examina el comportamiento de variables como patrimonio/activos, crecimiento de activos, ROA, ROE,

y ratios de liquidez, con variables de Gobierno Corporativo como tamaño de la junta, procesos de auditoría, porcentaje de acciones para miembros extranjeros, número de directivos independientes, entre otras, encontrando resultados como: (i) a mayor número de miembros independientes mejora el desempeño de las compañías; (ii) relación directa entre la presencia de miembros extranjeros y un mejor desempeño de la compañía.

7. Marco teórico

Una de las definiciones del Gobierno Corporativo es como “el conjunto de prácticas, formales e informales, que gobiernan las relaciones entre accionistas y acreedores” (CAF, 2010). La aproximación al estudio de este conjunto de prácticas se ha desarrollado desde distintos frentes, según Bebchuk & Weisbach (2010) estos son condensados así: (i) la actividad de los accionistas; (ii) Directores Corporativos; (iii) Compensaciones de ejecutivos; (iv) compañías con accionistas no controlantes; (v) Gobierno Corporativo internacional por medio de comparativos entre países; (vi) Gobierno Corporativo internacional por medio de comparativos de inversiones entre países; (vii) Economía política y Gobierno Corporativo. Dado el amplio espectro de enfoques que el Gobierno Corporativo tiene, el presente documento se enfocará principalmente en el frente (i) y (ii) y por ende en el estado de arte relevante a estos dos frentes.

En la primera mitad del siglo XX Berle y Means (1932) plantearon una paradoja entre los incentivos que tienen los accionistas, quienes de manera colectiva se encuentran motivados a realizar seguimiento al manejo de las firmas, y los incentivos que a manera individual se perciben, en donde muchas veces se espera una condición de “*free-Rider*” en su papel de accionista. Este argumento con los años se fue robusteciendo con trabajos en donde planteaban la distribución o la frecuencia con que se esperaba observar “*free-Riders*” y la

frecuencia de los accionistas comprometidos con la compañía (Shleifer & Vishny, 1986). Estos planteamientos se han robustecidos a elementos teóricos transversales a las finanzas corporativas como la teoría de Agencia.

Teniendo en cuenta que durante gran parte del siglo XX no se había definido formalmente el Gobierno Corporativo como unidad de estudio, los problemas de agencia se estudiaban por medio de la *Teoría de la Firma*, en donde por medio de inputs y outputs se modelaba la maximización de beneficios para los agentes económicos algunos de los principales exponentes de esta corriente son Marshall (1890) Schumpeter (1912) Coase (1937) y Friedman (1953). No obstante, este enfoque dejaba por fuera la responsabilidad social de las firmas, los controles internos y otros aspectos comportamentales, lo que llevaba a modelos que tuvieran limitaciones importantes para definir cómo los dueños de compañías o la gerencia de las firmas llegaba a la optimización de sus beneficios. Por consiguiente años más adelante Jensen & Meckling (1976) definen la agencia como una relación entre uno o varios individuos (el Principal), para que otro individuo (el Agente) se desempeñe en su representación por medio de delegación y la autoridad del Principal sobre el Agente. En cualquier caso, esta relación necesita de una alineación de intereses que garanticen el objetivo buscado por el Principal, la maximización de sus beneficios, en este sentido la no-alineación de los intereses conlleva a Costos de Agencia. Jensen & Meckling (1976) define los costos de agencia como producto de la asimetría de información entre el Principal y el Agente, y de la no-alineación de intereses, algunos ejemplos de esto son los gastos innecesarios del agente, contrataciones a precios por fuera del mercado, riesgos excesivos, ascensos de ejecutivos, entre otros.

En esta misma línea se encuentran las posiciones de Arrow (1985) y Barney & Ochi (1986) quienes complementan la teoría de agencia de Jensen & Meckling (1976) con la adición de supuestos y características que debe tener la modelación efectiva de los problemas de agencia, tales como una tasa de impuestos nula, la definición de una función de utilidad adecuada, el supuesto de dos individuos o grupos de individuos como Agente y Principal), entre otros.

Por otra parte, Marschak (1955) le había dado un alcance distinto a la Teoría de Agencia tal como la conocemos hoy, este autor incorporó grados de incertidumbre en las interacciones entre los individuos (posteriormente definido como Teoría de Agencia en Jensen & Meckling (1976). Este tipo de aproximaciones *ex ante* de la estructuración de una teoría consolidada ayudó a Arrow (1996) a incorporar en modelos de agencia, modelos de riesgo para las relaciones entre individuos y a encontrar que las situaciones de alineación representaban costos de agencia debido a su complejidad. Sumado a esto, la Teoría de Agencia ha servido como base para la creación de regulaciones económicas y corporativas: Mitnick (1982) mapea las necesidades de una regulación a nivel Corporativo para el control de desviaciones en los comportamientos de los individuos hacia desempeños no deseados, y la necesidad de existencia de instituciones regulatorias para tal fin, en su trabajo manifiesta que la teoría de agencia brinda el marco teórico para desarrollar este tipo de procesos a nivel de cada compañía y país. Por último, cabe mencionar que Ross (1973) desarrolló un micro fundamento que en conjunto con los anteriores elementos mencionados son de utilidad para investigaciones más sofisticadas. Por ejemplo, esta literatura funciona como cimiento para el desarrollo de casos de estudios en el sector de seguros, Ross (1973) alimenta la Teoría de Agencia con los siguientes elementos: modelo de equilibrio general, utilidades Von

Neumann-Morgenstern $G(.)$ $U(.)$, incertidumbre, funciones de pago que no garantizan una solución Pareto-eficiente al problema del Principal, esto se logra cuando se incorpora al Agente en las ecuaciones.

8. Metodología

La metodología será una investigación de caso de estudio descrita por Yin (2018) en donde se examinará la pregunta de investigación desde su contexto observado. Esto se llevará a cabo por medio de unos pasos descritos en Yin (2018). Este caso de estudio buscará explicar las mejoras en los indicadores de Gobierno Corporativo de Frontera por medio de proposiciones teóricas, con múltiples fuentes de información: estados financieros, contexto del Oil & Gas en Colombia y el mundo, y la revisión de documentos formales de la Compañía. Este estudio de caso será de tipo organizacional, en donde se tomará el contexto de la compañía condensado por medio de diversas variables que permitan analizar la hipótesis propuesta. Estas variables serán relacionadas con el desempeño financiero tales como indicador pasivo/activos, niveles de inversión, margen EBITDA y su comportamiento bursátil; adicionalmente se traerá información sobre los cambios que se realizaron al comienzo de la compañía y el raciocinio que acompañaron estos cambios en su momento. De este mismo modo, Yin (2018) plantea determinar en el proceso de análisis varias conductas, o en este caso variables de naturalezas diferentes, por lo cual se indagará sobre variables que puedan contrarrestar la hipótesis propuesta, para facilitar estudios futuros que busquen contrastar la relación entre las variables descritas con el mejoramiento del Gobierno Corporativo por medio de inferencia estadística. Por último, cabe mencionar que las proposiciones teóricas estarán principalmente enfocadas en la teoría de la agencia y demás dimensiones mencionadas en el estado del Arte.

Dado que los datos que se utilizarán serán información de varios años de Frontera Energy y Pacific Rubiales, se realizará un trabajo exhaustivo para consolidar los Estados Financieros de los periodos y las compañías, esto con el fin de hacer comparable la información. En línea con Yin (2018) no se espera desarrollar un análisis de impacto, por la limitación de los datos en donde no se tiene una compañía “Control” que demuestre los cambios en el Gobierno Corporativo sobre el desempeño financiero de la compañía.

9. Resultados

Para empezar, se describirá el comportamiento de distintas variables financieras desde el 2010 hasta el 2021. Dado que en el 2016 se hizo la restructuración de Pacific Rubiales, se espera poder identificar las tensiones entre el antes y después, y cómo esto puede deberse en cierta medida a los cambios en el Gobierno Corporativo que sucedieron la restructuración de Pacific Rubiales y el nacimiento de Frontera Energy Corp. Las variables financieras que se analizarán en detalle son las siguientes:

1. Ingresos: Esta variable da una primera impresión sobre la viabilidad del negocio y su escalabilidad a lo largo del tiempo
2. Producción: El nivel de producción en una compañía de oil & gas es de suma importancia debido a que la demanda es inelástica, y está tiene unos barriles demandados diarios de manera fija. Por lo que en la medida en que una compañía de E&P tenga mayor producción tiene mayor injerencia en el precio del mercado, a pesar de esto, está no es la situación de las compañías colombianas debido a niveles muy bajos comparados a otros países en el mundo. Aun así su producción influye en algunas variables macroeconómicas del país y en su capacidad de producir ingreso a la compañía.

3. Net Back: Esta variable da una dimensión de la eficiencia de la compañía, lo cual es de suma importancia porque define en gran medida su competitividad en el mercado, al mismo tiempo que le brinda a la compañía resiliencia ante la volatilidad del precio de crudo a nivel internacional (para efectos de Colombia y del presente trabajo se hablará de la referencia Brent⁴)
4. Pasivos/activos: Esta variable fue el detonador de la reestructuración de Pacific Rubiales, por lo cual entró en causales de disolución y necesidad que los acreedores buscarán alternativas de salvar los compromisos pendientes con esta compañía.
5. Razón corriente: Los altos compromisos de cobro rápido son una de las principales variables para medir un alto nivel de *Distress Financiero*.
6. CapEx: Esta variable en la industria de gran relevancia debido a que se necesitan de altos niveles de inversión, especialmente en la exploración para poder hacer sostenible el negocio de E&P. Una compañía que no logre sostener niveles de inversión alineados con su plan de negocio no será sostenible en el tiempo y por ende castigada en el mercado por inversionistas.
7. margen EBITDA: Variable de eficiencia operativa que busca describir el comportamiento de buenas prácticas operacionales que garanticen caja disponible para pago de impuestos y de obligaciones financieras.
8. Reservas de Hidrocarburos: Las empresas de E&P requieren la renovación de sus niveles de reservas, si bien no logran aumentarlas sustancialmente, estas buscan que al menos lo que extraen sea regresado a los activos de la compañía como nuevos hallazgos.

⁴ Tipo de crudo que se extrae principalmente del Mar del Norte, al oeste de Europa. Densidad de 39,6° API y su contenido de azufre es de 0,39%.

9. Precio de la acción en la bolsa de valores: Pacific Rubiales y Frontera Energy han estado listadas en la bolsa de valores de Toronto, y como empresas públicas su capitalización bursátil es importante para los accionistas como una medida de generación de valor de la compañía.

Dado que el caso de estudio “es una indagación empírica que investiga un fenómeno contemporáneo dentro de su contexto de la vida real utilizando diversas variables como fuentes de información” (Yin, 2018), una vez analizado el comportamiento de las variables financieras se discutirá con las variables a la luz de la literatura anteriormente mencionada los principales cambios en los distintos niveles del Gobierno Corporativo para inferir su injerencia en los cambios positivos en las variables financiera mencionadas anteriormente. Estos cambios a los que se hace mención se refieren a (i) ajustes Junta directiva con nuevos accionistas; (ii) mecanismos para inversionistas sobre transparencia de información y un cumplimiento a cabalidad de normas canadienses sobre revelación de información al mercado de valores; (iii) el desarrollo de una actividad social que impacté en la generación de oportunidades y desarrollo para las regiones en donde Frontera tiene operación; (iv) disciplina en sus niveles de endeudamiento soportado por diferentes componentes con entidades bancarias (tipo *covenants*⁵); (v) nuevos liderazgos en el equipo de gerencia que no hacen parte de los principales accionistas de la compañía.

En el informe *Management Discusión & Analysis* de Frontera Energy del año 2017 la compañía resaltó ante sus accionistas los cambios inmediatos que sus nuevos líderes realizaron, tales como “El lema de la compañía para 2018 será ‘posicionamiento para crecer’. La compañía sigue trabajando para lograr renegociaciones de contratos para reestructurar

⁵ Exigencias de entidades para cumplir con su disciplina financiera

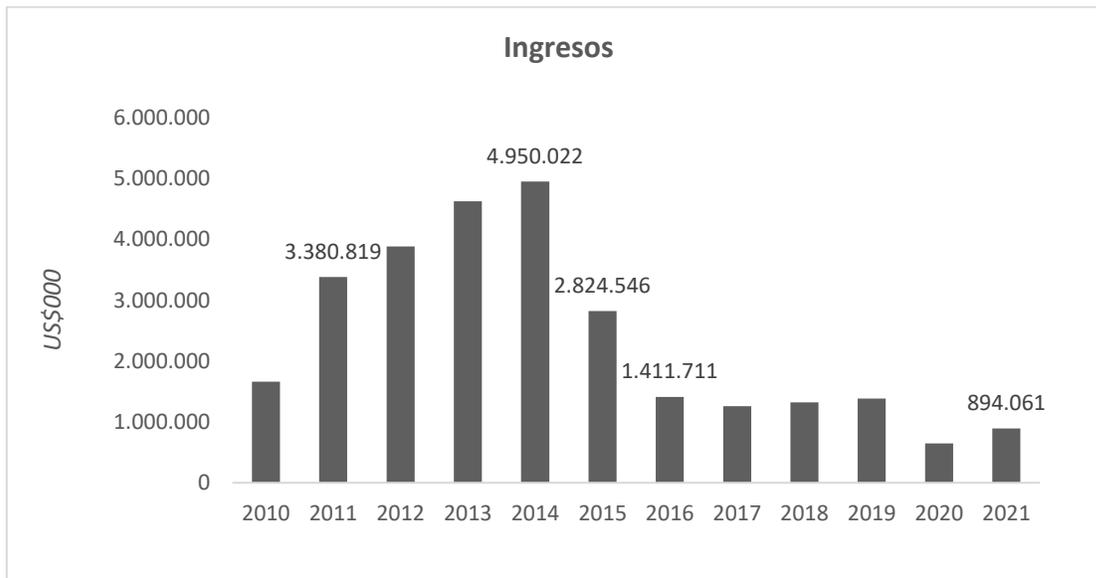
obligaciones Take-Or-Pay⁶ en Colombia” (FronteraEnergy, Management Discussion & Analysis FY 2017, 2018) y de la misma manera la Compañía resumió sobre su actividad en el primer año de reestructuración después de haber liquidado Pacific Rubiales, de la siguiente manera: “El nuevo equipo ejecutivo ha revisado las condiciones de los activos de la Compañía, aplicando las mejores prácticas de la industria para mitigar las tasas de declinación, identificar nueva opciones de exploración desarrollo de prácticas de extracción para mejorar los niveles de producción y de reservas” (FronteraEnergy, Management Discussion & Analysis FY 2017, 2018). Estos mensajes preliminares al mercado y a los accionistas evidencia que el nuevo Gobierno Corporativo enfocaba esfuerzos en mejores prácticas operacionales, , que al final lograrán alinear los intereses del Principal y el Agente, muy en línea con los hallazgos mencionados en la literatura académica de Mitnick (1982) y Jensen & Meckling (1976). Estas acciones operacionales implican un esfuerzo en su Gobierno Corporativo relevante, por ejemplo, una de practicas de producción implementadas fue el cambio en la estructura organizacional operativa, pasando de un organigrama basado en disciplinas a pasarlo a Activos. En los Management Discussion & Analysis del (2020) (2021) se implementó satisfactoriamente la división del funcionamiento de su operación hacia un modelo de Activos Livianos, pesados y de crecimiento, clasificaciones que están en función de las características del tipo de crudo de la compañía.

En primer Lugar, la evolución de los ingresos tuvo su punto máximo en el 2014 donde la compañía manifestó haberse enfocado en la diversificación de su producción, dejando a un lado su dependencia en el campo Rubiales ubicado en el Meta, lo cual logró compensar

⁶ En la industria se acostumbra a tener negociaciones tipo (i) Take-Or-Pay, entendidas como pagos fijos sin importar los niveles de utilización de un activo en particular; y (ii) Take-And-Pay, entendidas como pagos variables en función de la utilización de un activo en particular.

niveles de declinación natural de un campo que ya se iba convirtiendo en maduro. Adicionalmente, en ese año se adelantaron esfuerzos de inversión para la consolidación de sus proyectos de infraestructura en la región. Este contexto se presentó en un año donde el precio del Brent alcanzó a llegar a US\$ 55, y se siguieron llevando a cabo inversiones en países como Brazil, Perú, Belize, Colombia, Guatemala, Papua Nueva Guinea, y proyectos de exploración en México (Energy, 2015). Esto sucedió en un contexto de precios bajos, con altas inversiones en Capex, y altos niveles de deuda. En el gráfico a continuación se muestra el comportamiento de los ingresos, después de la reestructuración los ingresos se han mantenido estables a pesar de las fluctuaciones del crudo y crisis económicas como la del COVID19.

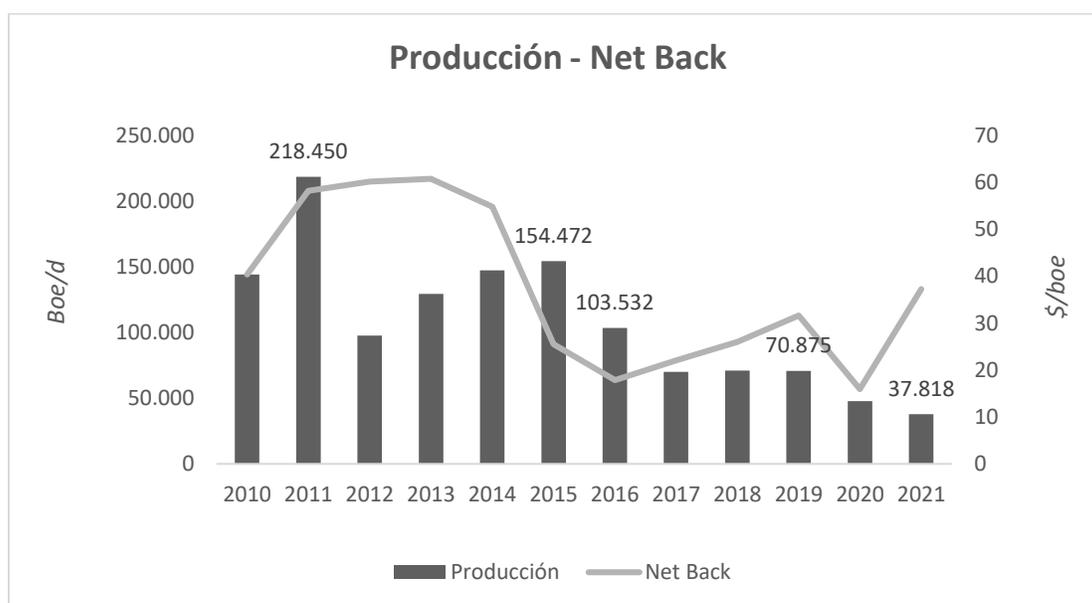
Ilustración 1 - Histórico Ingresos



De manera complementaria, la principal fuente de los ingresos es la producción de barriles de crudo. Para el año de mayores ingresos no se dieron los mayores niveles de producción de crudo, principalmente por la diversificación de actividades que tenía la compañía, sus directivos habían decidido invertir en actividades que no hacían parte de su negocio E&P,

esta situación los hizo mas resilientes a la baja de los precios, pero como se puede observar en la gráfica el Net back de la compañía decreció en los años siguientes, lo cual lo llevaría a restringir su caja para asumir deudas enormes adquiridas con anticipación.

Ilustración 2 - Histórico Producción y Net Back



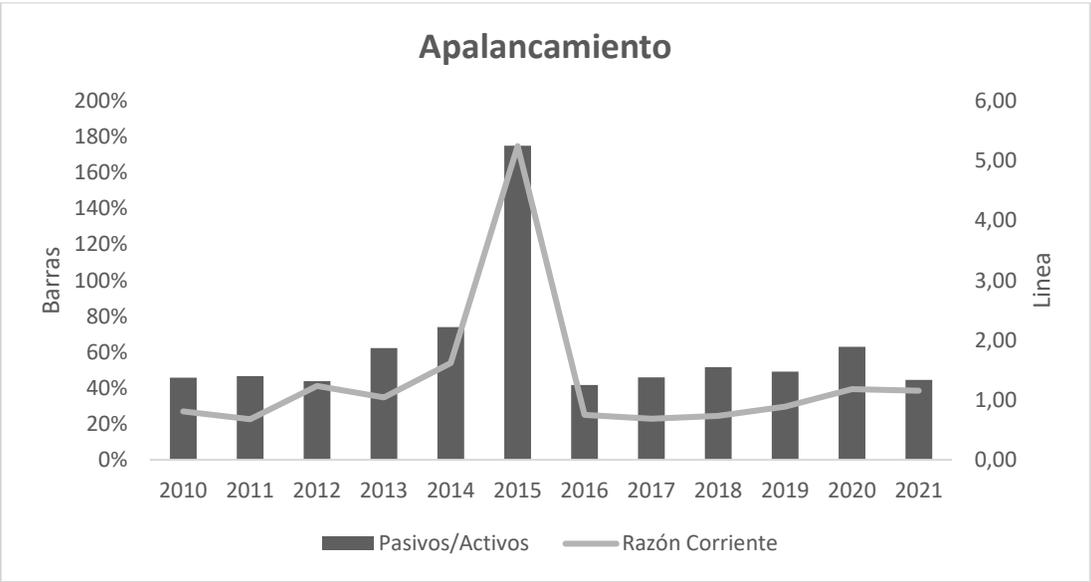
En el análisis de estos datos se encuentra que el Net back después de la llegada de Frontera Energy ha venido aumentando a pesar de los movimientos en el precio del barril y la pandemia del año 2020. Esto muestra el resultado de actividades como (i) enfocarse en la producción y exploración de crudo, (ii) salir de activos no productivos o que no hagan parte del negocio (FronteraEnergy, 2021). Este tipo de decisiones hacen que se generen sinergias en las actividades de producción y por ende alinear los intereses de los accionistas, quienes confían en una empresa de E&P y su capacidad de producir valor enfocados en esa actividad.

Uno de los principales cambios que se realizó con la nueva llegada de Gobierno Corporativo fue repensar la manera en que se hacía el desarrollo de los activos, se crearon líneas de trabajo

dividas en Activos de Crecimiento, Activos de Crudos Livianos y Activos de Crudos Pesados. Lo cual genera eficiencias en el manejo gerencial de cada activo.

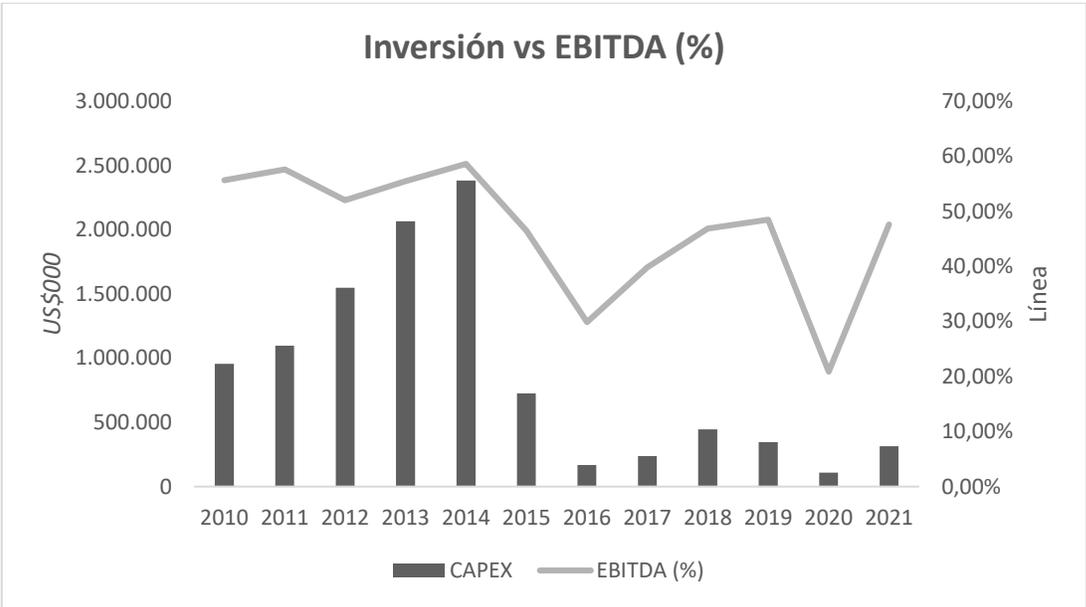
Por otra parte, uno de los grandes cambios liderados por la nueva gerencia fue el saneamiento de los pasivos que tenían en un alto nivel de apalancamiento a la compañía. Entre lo cual también se desarrollaron esfuerzos gerenciales por mitigar contingencias sustanciales que tenga la compañía, como ejemplo está el acuerdo entre Ecopetrol y Frontera Energy “para presentar una solicitud de conciliación vinculante relacionada con los oleoductos Bicentenario y Caño Limón que finalizará los arbitrajes abiertos entre ambas partes” (ciarglobal, 2020). Este tipo de contingencias ponían en duda la viabilidad de la compañía y la sostenibilidad de la inversión de los accionistas, tal como se muestra en la gráfica, Frontera Energy ha podido mantener niveles de endeudamiento más razonables y unos indicadores de eficiencia mejores.

Ilustración 3 - Histórico Nivel de Apalancamiento



Uno de los aspectos que mas llama la atención en este análisis de evolución de indicadores es la disciplina de manejo de la caja, en donde se ha podido mantener unos ingresos estables, atender los compromisos de deuda y unos márgenes operativos competitivos, esto con niveles de inversión muy moderados. El Management discusión & Analysis del (2022) explica cómo la compañía se ha enfocado por hacer mas eficientes sus campos actuales y generar mayores niveles de producción mediante el manejo de la declinación y manejo del agua que permanece con el petróleo dentro de cada yacimiento, lo cual garantiza mayores niveles de producción con unos niveles mas bajos de inversión en comparación a exploraciones o adquisiciones de nuevos campos

Ilustración 4 - Histórico Inversión y EBITDA

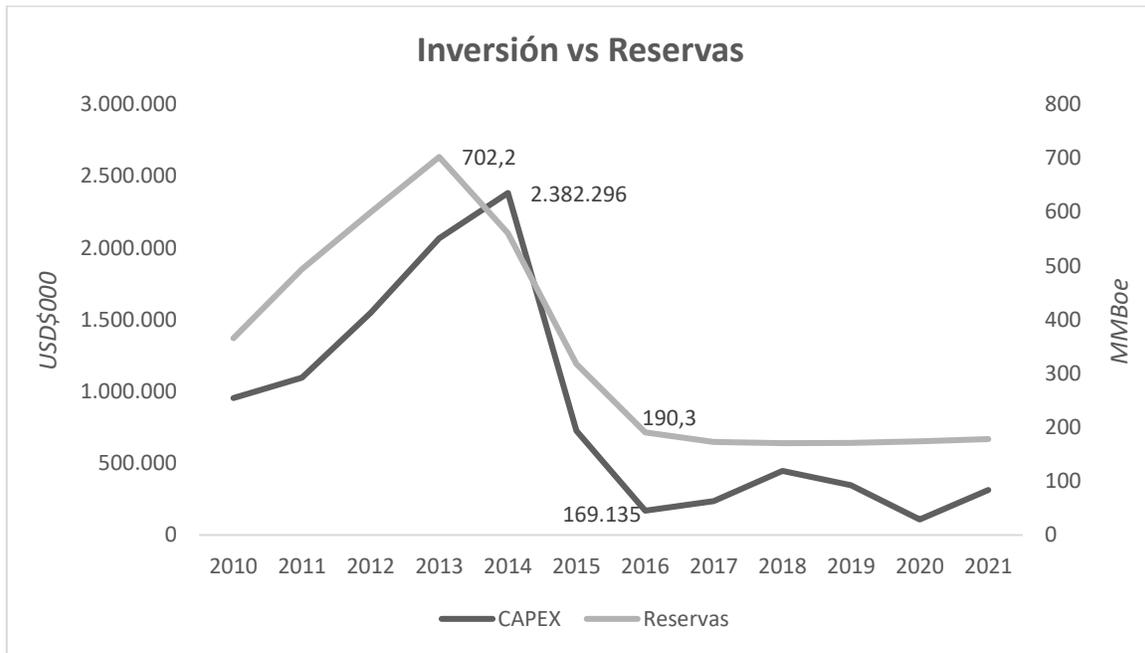


En la gráfica se puede observar que los niveles de margen Ebitda de la compañía para el 2021 está muy cercano a los niveles del 2012 pero con niveles de inversión 5 veces menor. Este tipo de tensiones antes del 2016 y después demuestra que las decisiones que Frontera Energy

ha logrado entregar mas valor a los accionistas gracias a una mejor disciplina en su manejo de caja.

Como se mencionó anteriormente, las reservas son un factor importante para las compañías de E&P como garantía de la sostenibilidad del negocio a largo plazo. Osmuden et. Al (2006) discute que las reservas, la capacidad de incrementar la producción, la disciplina de capital y los márgenes operativos son los principales factores que se deben tomar como insumos para realizar una valoración de exploración y producción de hidrocarburos. En síntesis, mantener un nivel alto de reservas es atractivo para los accionistas en la medida que les garantiza flujos futuros. Adicionalmente, las empresas de E&P no buscan tener muchos años de reservas dado que la incertidumbre del mercado en el largo plazo no incentiva a contar con muchos años de reservas, un caso particular es Venezuela, que tiene 1,464 años de reservas de crudo dadas sus reservas probadas y sus niveles de extracción actual (OPEC, 2022), pero con esa cantidad de años la incertidumbre sobre el mercado de hidrocarburos es muy alta. Para el caso específico de Pacific Rubiales en el periodo del 2010 al 2013 incrementó sus reservas en cerca del 66% por medio de inversión en el manejo de la declinación natural de los campos, nuevas adquisiciones de participaciones y operaciones tanto en Colombia con otros países, lo cual era muy atractivo para los accionistas, pero su falencia fue el alto grado de apalancamiento que enfrentaron para sostener niveles de inversión como los que se muestran en la siguiente gráfica.

Ilustración 5 - Histórico Inversión y Reservas



Para el año 2014 hay un tema importante a resaltar: se tuvo el nivel más alto de inversión de las compañías con cerca de US 2.3 Billones de dólares, pero sus reservas decrecieron en cerca de un 20%. Cuando se analiza el tipo de decisiones que se tomaron en la disciplina de capital de momento se observa que la compañía tenía inversiones en muchas compañías de Midstream en las que sus directivos también tenían varias veces participación. Seguido de estos años del 2014 y 2015 se puede ver que Frontera Energy ha logrado mantener los niveles de reservas en un nivel estable y unos niveles de inversión mucho mas moderados sin que eso afecte la volatilidad a la baja de las reservas de crudo.

Raza et. Al (2016) mencionan que los niveles del precio de la acción de empresas E&P en mercados emergentes, como es el caso de Frontera Energy, se ven afectados por los resultados de valoración que realicen los analistas, que como ya se mencionó, la valoración se ve afectada por el comportamiento de las reservas entre otras variables. En la siguiente gráfica se puede observar cómo después de agosto del 2020 el precio de la acción de Frontera

Energy ha tenido una tendencia alcista después de acumular mas de 4 años en una tendencia bajista constante.

Ilustración 6 - Histórico Precio Acción Frontera



El comportamiento de la acción de Frontera Energy demuestra que el mercado ha devuelto la credibilidad de la compañía, la cual se había puesto en duda con el proceso que llevo a cabo Pacific Rubiales. Una muestra de este argumento es lo que se puede encontrar como resultado de los analistas bursátiles en el mercado: “La capitalización de Frontera Energy es de US\$1.2 Billones de dólares por lo que esperaríamos inversionistas institucionales en este activo. Nuestro análisis sobre la propiedad de la compañía muestra que hay Instituciones que ha decidido invertir en la compañía” (SimplyWall-St, 2022), en donde el 7,7% son fondos de coberturas, 8,6% son instituciones; Private Equity and Ventura Capital 37,4%; y el público en general un 46,2% según Simply wall st (2022).

Para terminar, esta información está basada principalmente en los comunicados públicos de la compañía, la cuál es la misma que reciben los accionistas por medio de comunicados de

prensa y discusiones gerenciales (llamados Management Discussion & analysis) que se hacen públicas tanto en el periodo de Pacific Rubiales como en Frontera Energy, que a su vez está alineado con la información que reciben los miembros de la Junta Directiva. Según Core Et. Al (1999) es importante identificar en los análisis de Gobierno Corporativo el nivel de información de la junta Directiva, ya que es de vital importancia para el desarrollo de sus decisiones y el análisis anterior evidencia que la información que están obteniendo hoy en día el accionista es una información que les genera mucha más confianza en la compañía y en su horizonte de crecimiento. Actualmente, compañías pares como Parex o Geopark tienen un comportamiento similar con el manejo de información hacia el mercado y sus accionistas.

Con la llegada de Frontera Energy se realizaron cinco cambios importantes referentes a su Gobierno Corporativo: su Junta Directiva, en donde los miembros son en su mayoría miembros independientes, lo cual anteriormente no sucedía a este nivel ya que los ejecutivos de la compañía en varias ocasiones eran los mismos miembros de la junta directiva para comienzos de la década del 2010. Lo cual está en línea con el segundo punto que toca Core Et. Al 1 (1999) con la presencia de roles independientes en la junta para un adecuado funcionamiento de su Gobierno Corporativo y por ende en los resultados de la compañía. En segundo lugar, Frontera durante este periodo se posicionó como un referente en temas de transparencia y buen manejo de su *compliance*, prueba de esto es su galardón como una de las empresas más éticas del mundo según Ethisphere. En tercer lugar, durante el periodo de tiempo analizado Frontera Energy se ha destacado por enfocar su labor social sobre zonas de influencia en donde tiene impacto en las comunidades, a diferencia de otras actividades que Pacific Rubiales desarrollaba como el patrocinio de la Selección colombiana de fútbol. En cuarto lugar, las emisiones de deuda de Frontera Energy al mercado público se caracterizaron

por covenants que se encuentran al nivel de grandes compañías listadas en bolsas de valores de Canadá. Por último, sus CEOs han sido independientes de la Junta Directiva y no han sido accionistas mayoritarios de la compañía. A continuación, se puede observar cómo ha sido la evolución de la Junta directiva y sus CEOs:

Tabla 1 - Presidentes de Frontera Energy Corp

CEO	Periodo
Orlando Cabrales Segovia	2021 – Presente
Richard Herbert	2018 – 2021
Barry Larson	2017 -2018
Jim Latimer (e)	2016 -2017
Ronald Pantin	2007 – 2016

Tabla 2 - Listado Miembros de Junta Directiva

2022	Gabriel de Alba	2018	Gabriel de Alba
	W. Ellis Armstrong		Luis F. Alarcón
	Luis F. Alarcón		W. Ellis Armstrong
	Orlando Cabrales Segovia		Raymond Bromark
	Russell Ford		Russell Ford
	Veronique Giry		Camilo Marulanda
2020 & 2021	Gabriel de Alba	2017	Gabriel de Alba
	Luis F. Alarcón		Luis F. Alarcón
	W. Ellis Armstrong		W. Ellis Armstrong
	Raymond Bromark		Raymond Bromark
	Russell Ford		Russell Ford
	Orlando Cabrales Segovia		Barry Larson
	René Burgos Díaz		Camilo Marulanda
2019	Gabriel de Alba	2016	Serafino Iacono
	Luis F. Alarcon		Miguel de la Campa
	W. Ellis Armstrong		Ronald Pantin
	Raymond Bromark		Augusto Lopez
	Russell Ford		Hernan Martinez
	Orlando Cabrales Segovia		Dennis Mills
			Francisco Solé
	Monica de Greiff		

Para el 2 de noviembre del 2016, Pacific Rubiales notificó al mercado los principales ajustes que realizó en su proceso de reestructuración “Esta compañía será disciplinada y se enfocará en los márgenes, no solo en la producción. Como parte de la estrategia en los activos Upstream y Midstream se hará énfasis en iniciativas que aumenten el valor de la compañía” (FronteraEnergy, 2016), en relación con la nueva estrategia se establecieron los siguientes puntos para el plan de implementación sobre los cuales se instauraron los principales covenants:

Tabla 3 - Covenants

	<u>As at December 31, 2015</u>	<u>Adjustment</u>	<u>As at December 31, 2015 Pro Forma the implementation of the Plan</u>
Credit Facilities	U.S.\$1,273,146,000	(U.S.\$1,273,146,000)	-
Notes	U.S.\$4,104,200,000	(U.S.\$4,104,200,000)	-
Exit Notes (due 2021)	-	U.S.\$250,000,000 ⁽¹⁾	U.S.\$250,000,000
Total Debt	U.S.\$5,377,346,000	(U.S.\$5,127,346,000)	U.S.\$250,000,000
Less: Cash and Cash Equivalents ⁽²⁾	U.S.\$342,660,000	U.S.\$480,000,000	U.S.\$822,660,000 ⁽³⁾
Total Net Debt	U.S.\$5,034,686,000	(U.S.\$5,607,346,000)	(U.S.\$572,660,000)
Number of Common Shares Outstanding ⁽⁴⁾	316,094,858	(266,092,321)	50,002,537

10. Conclusión

En conclusión, como se describe en la metodología de (Yin, 2018) sobre la etapa de conclusión posterior al análisis de los datos, el presente trabajo encuentra tensiones en el manejo del capital y en decisiones de inversión que no necesariamente se encontraban alineadas con los intereses de los inversionistas de genera valor en Pacific Rubiales. Frontera Energy es una compañía que ha renovado el Gobierno Corporativo de la compañía en sus distintos niveles, como roles en la Junta Directiva, división de tareas en su desarrollo operacional por tipos de activos, entre otras actividades ya mencionadas, y que en ese

contexto hoy la compañía tiene unos resultados financiero-positivos y bien recibidos por sus accionistas, principalmente reflejado en el comportamiento del precio de la acción.

Adicionalmente, Frontera Energy ha sido galardonada por dos años consecutivos como una de las compañías más éticas del mundo en el sector de Oil & Gas por el instituto internacional Ethisphere, lo cual evidencia que el análisis acá desarrollado sobre su Gobierno Corporativos es un caso de estudio de mucha relevancia para el sector y para Colombia en especial. Futuros trabajos sobre esta temática, en el sector o en el país, pueden tomar como referente estos análisis descriptivos y discusión a la luz de la literatura vigente para entender mejor cómo los contextos de Gobierno Corporativo adecuado pueden facilitar repercusiones positivas en el desempeño financiero de las compañías.

11. Bibliografía

Anderson, R., & Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 1301–1328.

Arrow, K. (1985). *The Economics of Agency In principals and agents: The structure of American Business*. Boston: Harvard Business School Press.

Arrow, K. J. (1996). The Theory of Risk-Bearing: Small and Great Risks. *Journal of Risk and Uncertainty*, 103-111.

Barney, J., & Ochi, W. (1986). *Organizational economics: Toward a new Paradigm for understanding and studying organizations*. San Francisco: Jossey-Bass.

Bebchuk, L., & Weisbach, M. (2010). The State of Corporate Governance Research. . *Review of Financial Studies*, 939-961.

Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan.

Bloomberg. (29 de Junio de 2015). pacific rubiales extends slump as rbc says investors should sell. *Bloomberg*.

CAF. (2010). *Lineamientos Para Un Código Andino de Gobierno Corporativo*. Segunda Edición: <http://www.caf.com/publicaciones>.

ciarglobal. (Noviembre de 2020). *ciarglobal*. Obtenido de <https://ciarglobal.com/colombia-fin-a-los-arbitrajes-por-oleoductos-bicentenario-y-cano-limon/>

Coase, R. (1937). The Nature of the firm. *Económica*, Vol 4 N.16.

Core, J., Holthausen, R., & Larcker, D. (1999). Corporate goverment, chief excecutive officer compesantion, and firm performance. *Journal of financial Economics*, 371-406.

Dorp, M. V., González, C., Salinas, Y., & Kuijpers, K. (2016). *Petróleo: Acumulación de agua y tierras en la altillanuera. El caso de Pacific: Multinacional-Local en Colombia*. Bogotá: INDEPAZ. Retrieved from <http://www.indepaz.org.co/wp-content/uploads/2018/09/Petroleo-Acumulacio%CC%81n-de-agua-y-tierras-en-la-Altillanura.pdf>

Energy, F. (2015). *Management Discussion & Analysis FY 2014*.

Fahlenbrach, R. (2009). Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 439-466.

Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.

- FronteraEnergy. (2016). *Pacific Completes Restructuring Transaction*. Obtenido de <https://fronteraenergy.mediaroom.com/2016-11-02-Pacific-Completes-Restructuring-Transaction>
- FronteraEnergy. (2018). *Management Discussion & Analysis FY 2017*.
- FronteraEnergy. (2018). *Management Discussion & Analysis FY 207*.
- FronteraEnergy. (2021). *Management Discussion & Analysis FY2020*.
- FronteraEnergy. (2022). *Management Discussion & Analysis FY2021*.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2015). The Role of Family Involvement on CEO Turnover: Evidence from Colombian Family Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 266-284.
- Grossman, S., & Hart, O. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. *The Economics of Information and Uncertainty, National Bureau of Economic Research, Inc*, 107-140.
- Inkpen, A., & Moffett, M. (2011). *The Global Oil & Gas Industry: Management, strategy & Finance*. Tulsa: PennWell Corporation.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305 - 360.
- Marschak, J. (1955). Elements for a Theory of Teams. *Management Science*, 127-137.
- Marshall, A. (1890). *Principios de Economía*. Madrid: Fundación ICO/Ed.

- Mitnick, B. (1982). Regulation And The Theory of Agency. *Policy Studies Review.*, 442-453.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 293-315.
- Nguyen, B., & Nielsen, K. (2010). The value of the independent directors: Evidence from sudden deaths. *Journal of Financial Economics*, 550-567.
- OPEC. (2022). *Annual Statistical Bulletin 2021*. Obtenido de https://www.opec.org/opec_web/en/about_us/171.htm
- Orazalin, N., Makarov, R., & Ospanova, M. (2015). Corporate Governance and Firm Performance in the Oil and Gas Industry of Russia. *Journal of Business, Economics and Finance*, 710-722.
- Osmundsen, P., Asche, F., Misund, B., & Mohn, K. (2006). Valuation of International Oil Companies. *Valuation of International Oil Companies*.
- Portafolio. (09 de 06 de 2015). Acción de Pacific Rubiales se 'desplomó': cayó 44,57 %. *Portafolio*.
- Raza, N., Shahzad, S. J., Tiwari, A. K., & Shahbaz, M. (2016). Asymmetric impact of gold, oil prices and their volatilities on stock prices of emerging markets. *Resources Policy*, Pages 290-301.
- Ross, S. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 134-139.

- Schuster, C., Nicolai, A., & Covin, J. (2020). Are Founder-Led firms less susceptible to managerial myopia? *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 391 - 421.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 461-488.
- Shumpeter, J. (1912). *The Theory of Economic Development*. Harvard University Press.
- SimplyWall-St. (16 de mayo de 2022). *Could The Frontera Energy Corporation (TSE:FEC) Ownership Structure Tell Us Something Useful?* Obtenido de <https://finance.yahoo.com/news/could-frontera-energy-corporation-tse-110809244.html>
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing Policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 25-54.
- Trujillo, M. A., & Guzman, A. (2015). *Revelación de información y valo de las empresas en América Latina*. Bogotá: Editorial CESA.
- Yin, R. K. (2018). *Case Study Research and Applications: Design and Methods*. SAGE.