

# Historia, coyuntura y estructura del mercado bursátil

## 40 años de las bolsas de valores y aún no agarran el compás

< MARÍA LORENA CASTELLANOS V. >

Mientras la política monetaria estadounidense ha marcado el sube y baja de Wall Street e indirectamente de otras bolsas de valores alrededor del mundo, las bolsas ecuatorianas han permanecido casi inmóviles, inmunes a la crisis financiera global. Esto, a pesar de que el impacto de ésta se sintió en algunos sectores de la economía ecuatoriana. Es que el ritmo de las operaciones bursátiles nacionales va a otro compás: un Estado ansioso por conseguir liquidez, inversionistas preocupados por el futuro del país, bancos reacios a prestar a largo plazo, mueven la batuta. El mercado bursátil nacional, que ya tiene 40 años desde que nacieron las bolsas de valores de Quito y Guayaquil en 1969, avanza a paso lento pero avanza, entre la coyuntura y la estructura. La coyuntura 2009 ha



Ilustración: Daniel Unda.

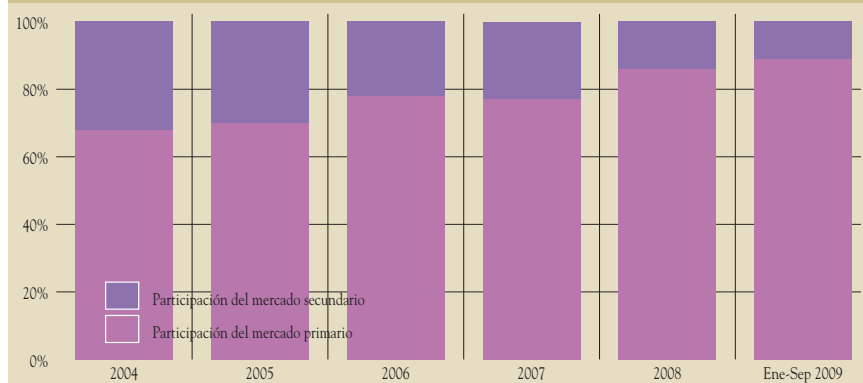
estado marcada por la difícil colocación de títulos privados; la caída de los precios de acciones de empresas sólidas; el rescate por el IESS (los afiliados) del Gobierno y de los bancos; un sector privado que negocia menos en bolsa y un resultado anual definido por los bonos del Estado y los certificados de inversión de la CFN. La estructura es conocida: la concentración en renta fija, poco mercado accionario, presencia de un solo gran inversionista institucional (IESS), falta de cultura bursátil, gran participación de bancos, baja participación del sector privado no financiero pero creciendo. Como el próximo año se viene una ola de reformas en el mercado de valores y las discusiones al respecto ya empezaron, GESTIÓN explora la evolución y características del mercado de valores ecuatoriano.

El mercado de valores es una potencial fuente de financiamiento tanto para empresas industriales y de servicios como para entidades del sector público. Incluso es una fuente secundaria de captación de recursos para el sistema financiero. Todavía son pocas las empresas que se financian por la vía bursátil: de las 37.135 empresas inscritas en la Superintendencia de Compañías hasta diciembre de 2007, solo alrededor de 220 realizaron emisiones en las bolsas de valores entre 2005 y septiembre de este año y apenas alrededor de 30 empresas han emitido acciones.

Históricamente, la mayor parte de las negociaciones se ha realizado en el mercado primario. Es decir, se compran y venden en la primera emisión y colocación, y el inversionista que compra el papel lo mantiene hasta su liquidación (no lo revende en el mercado secundario). Este mercado ha ganado participación en los últimos años (Gráfico 1) Y, desde 1996, más de 90% de los títulos valores ha sido de renta fija —mercado no accionario (Gráfico 2 y Cuadro 1). Es decir, su rendimiento se conoce con anticipación y el vencimiento está previamente fijado.

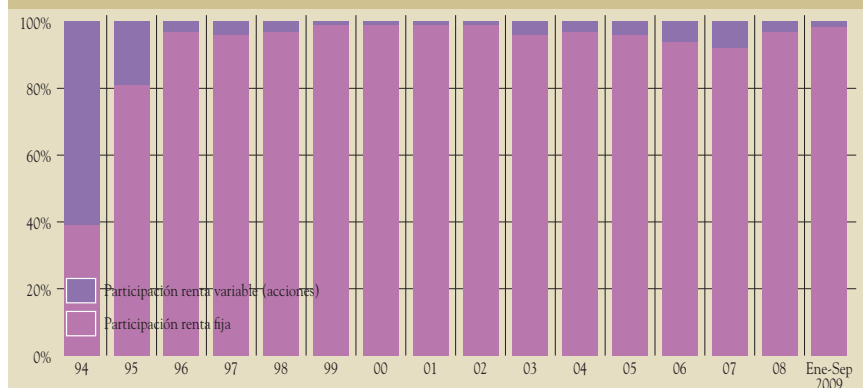
Por otro lado, a diferencia de muchos países que han unificado las bolsas locales, el Ecuador cuenta con dos, la de Quito y la de Guayaquil. El mercado bursátil ecuatoriano prácticamente no está vinculado al mercado bursátil mundial: casi la totalidad de las empresas que negocian en el mercado bursátil del país son nacionales. Por otro lado, en el Ecuador no existe mercado de papeles derivados y opciones. Estos factores muestran que el mercado nacional es poco profundo y apenas se está desarrollando. En parte, esto explica por qué el impacto de la crisis financiera mediante esta vía fue mínimo. Pero esto no es de este año: es producto de la relativamente corta trayectoria del mercado bursátil nacional. Aunque este mercado todavía no es muy desarrollado en el país, ha representado alrededor de 10% del PIB en los últimos cinco años y ofrece ventajas

GRÁFICO 1  
MERCADO SECUNDARIO PIERDE PARTICIPACIÓN



FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL.

GRÁFICO 2  
CERCA DE 100% DE LAS NEGOCIACIONES SON DE RENTA FIJA\*



\* DESDE 2003 CORRESPONDE A LOS VALORES QUE REPORTAN INDIVIDUALMENTE LA BOLSA DE VALORES DE QUITO Y BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.  
FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, BVQ Y BVG.

CUADRO 1  
NEGOCIACIONES DEL MERCADO DE VALORES SEGÚN TIPO DE RENTA\*

	Montos negociados (millones)			% de crecimiento anual	
	Renta fija	Renta variable	Monto negociado total	Crecimiento anual neg. de renta fija	Crecimiento anual neg. variable de renta
1994	309,1	486,9	796,0		
1995	1.634,2	380,4	2.014,6	428,7%	-21,9%
1996	4.130,0	133,7	4.263,7	152,7%	-64,9%
1997	4.294,9	184,8	4.479,7	4,0%	38,2%
1998	4.177,7	140,7	4.318,4	-2,7%	-23,9%
1999	5.866,3	81,6	5.947,9	40,4%	-42,0%
2000	2.752,2	19,1	2.771,3	-53,1%	-76,6%
2001	1.797,3	9,8	1.807,1	-34,7%	-48,8%
2002	1.661,0	19,8	1.680,8	-7,6%	102,6%
2003	2.163,2	93,8	2.257,0	30,2%	373,6%
2004	3.519,8	107,0	3.626,8	62,7%	14,0%
2005	3.348,9	147,4	3.496,3	-4,9%	37,8%
2006	4.553,5	308,9	4.862,3	36,0%	109,5%
2007	3.219,1	292,4	3.511,5	-29,3%	-5,3%
2008	4.986,8	177,8	5.164,6	54,9%	-39,2%
Ene-sep 2009	3.741,5	62,0	3.803,5	32,5%**	-51,9%**

\* DESDE 2003 CORRESPONDE A LOS VALORES QUE REPORTAN INDIVIDUALMENTE LA BOLSA DE VALORES DE QUITO Y BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.

\*\* CRECIMIENTO ANUAL CON RESPECTO AL PERÍODO ENERO - SEPTIEMBRE DE 2008.

FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, BVQ Y BVG.

considerables para quienes deciden financiarse o invertir allí (*Recuadro 1*).

## REPASANDO LA HISTORIA BURSÁTIL

### Del siglo XIX a los noventa

La intención de desarrollar el mercado bursátil nacional no es un esfuerzo reciente. El primer Código de Comercio Ecuatoriano, referente a las bolsas de comercio, entró en vigencia en 1882. Dos años más tarde se creó la primera Bolsa de Comercio en Guayaquil y en 1935 se creó la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C. A. en la misma ciudad. Esta bolsa duró apenas un año, debido a la falta de oferta

de títulos. Otros hechos aislados intentaron impulsar el despegue del mercado bursátil nacional: la creación de la Comisión de Valores (1955), la expedición de la Ley de Compañías (1964) y la expedición de la Ley de la Comisión de Valores-Corporación Financiera Nacional que sustituyó a la Comisión de Valores (1964).

Pero el mercado de valores ecuatoriano nació formalmente en 1969 con la creación de las bolsas de valores de Quito y Guayaquil. Décadas más tarde, se creó la de Cuenca, que duró un par de años y cerró en el primer semestre de 1997.

Finalmente, el 28 mayo de 1993 se dictó la primera Ley de Mercado de Valores, definiendo así la base legal de

este mercado (*Recuadro 2*). Éste fue el primer impulso concreto al mercado bursátil ecuatoriano; pues años atrás, la bolsa era administrada por la Corporación Financiera Nacional, donde contados empresarios privados invertían, casi la totalidad de operaciones eran realizadas por el Estado y las políticas de generación y difusión de información eran mínimas.

El 23 de julio de 1998, en medio de una situación económica tensa previa a la crisis de 1999, se expidió una nueva Ley de Valores. Este año, el Gobierno de **Rafael Correa** ha preparado una nueva ley con el apoyo de la Corporación Andina de Fomento. Al cierre de esta edición, su contenido se estaba dando a conocer a los principales actores del mercado de valores.

### La ley de 1993 y la liberalización financiera impulsaron al mercado bursátil

La expedición de la Ley de Valores en 1993 y la liberalización del mercado financiero (que años más tarde se identificó como una de las causas de la crisis de 1999) dinamizaron la actividad bursátil en los años subsiguientes, sobre todo en 1994 y 1995. Según un estudio realizado por **Sandra Pazmiño** (2000) y publicado por el Banco Central, entre otras razones, esto fue posible gracias a la venta de títulos valores de empresas del Estado y a la liberalización de las tasas de interés. Las siguientes cifras, obtenidas del mismo estudio, lo confirman:

- Mientras en 1993 el volumen negociado era apenas 2% del PIB, en 1995 se acercó a 11% y en 1997 a 20% del PIB.

- En 1994, el mercado bursátil experimentó un *boom* a nivel nacional con tasas de crecimiento superiores a 200% del monto negociado.

- Aunque, estructuralmente, la mayor parte de las negociaciones se han realizado en renta fija, en 1993 se revirtió esta tendencia temporalmente. Ese año y el siguiente, la venta de acciones de ciertas empresas estatales

RECUADRO 1

## PRINCIPALES VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

### Ventajas

- Mejores condiciones de financiamiento para el emisor: plazos más largos, menor costo medido por la diferencia entre la tasa activa referencial y el rendimiento promedio ponderado de los valores de renta fija (comparación general).
- Acreedores más atomizados: la deuda se distribuye entre varios acreedores.
- Mejores condiciones de ahorro para el inversionista: el rendimiento promedio ponderado de los valores de renta fija generalmente es mayor a la tasa pasiva referencial.
- Condiciones de la operación según condiciones de mercado (valoración de la empresa, calificación de riesgo, etc.) acordadas entre emisor e inversionista.
- Adecuada formación de precios: nadie paga más o menos de lo que vale el papel.

### Desventajas

- Segmentación del mercado: operaciones independientes en Quito y Guayaquil aumentan los costos de transacción.
- Mercado poco líquido y pequeño:
  1. emisiones de empresas privadas no financieras son pequeñas y poco frecuentes;
  2. mercado secundario poco desarrollado;
  3. pocos inversionistas individuales e institucionales (la mayor parte de emisiones apuntan exclusivamente a que las adquiera el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social).
- Varios requisitos referentes al manejo de la empresa y su calificación de riesgo. No todas las empresas pueden acudir al mercado de valores en busca de financiamiento por este motivo.
- Tiempo del proceso de emisión.

RECUADRO 2

## ¿CUALES FUERON LOS PRINCIPALES APORTES DE LAS ÚLTIMAS LEYES DE VALORES?

### Ley de 1993

- Las bolsas de valores pasan a ser corporaciones civiles sin fines de lucro en lugar de compañías anónimas.
- Se crea el Consejo Nacional de Valores, entidad adscrita a la Superintendencia de Compañías y ente regulador del mercado de valores.
- Se impulsa la creación de casas de valores (en lugar de los agentes de bolsa), de las administradoras de fondos, y del depósito centralizado de compensación y liquidación de valores. Esto permitió la ampliación y profundización de la actividad bursátil nacional.

### Ley de 1998

- Se introduce la titularización como mecanismo regulado en el mercado de valores.
- Se definen normas para inversiones del sector público en el mercado de valores.
- Se impulsan los negocios fiduciarios.
- Se establecen infracciones administrativas y se tipifican delitos contra el mercado de valores.

FUENTE: MEMORIA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO 1994-2000, SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS.

significó una mayor negociación de papeles de renta variable con respecto a las de renta fija y un aumento considerable de las negociaciones del sector público. En efecto, en 1993, 55% del monto total negociado fue de papeles de renta variable y, en 1994, esta cifra ascendió a 61% para retroceder a 19% en 1995. Desde 1996, se “normalizó” esta situación y hasta la actualidad más de 90% de las negociaciones son de renta fija. Según la Superintendencia de Compañías, las negociaciones del sector público pasaron de \$ 63 millones en 1995 a \$ 2.017,7 millones en 1996.

• En 1997, el Estado reestructuró parte de la deuda interna mediante la subasta de bonos del Estado en las bolsas de valores nacionales. Además, por primera vez, el Estado colocó eurobonos por \$ 500 millones. Una parte de ese dinero se destinó a la cancelación de un crédito con el Chase Manhattan Bank y otra parte a la recompra de deuda externa. Esto, junto con las ventas de acciones del Estado, explica parte de los más de \$ 1.700 millones que el sector público negoció ese año.

## La crisis del 99 y un sorprendente repunte bursátil

Ni la crisis asiática de 1997 ni la crisis financiera internacional de 2008 - 2009 han afectado tanto al mercado bursátil ecuatoriano como la crisis ecuatoriana de 1999. Ese año, el de la peor crisis económica del Ecuador, hubo un repunte del mercado bursátil, tanto en su importancia con respecto al PIB, que superó 30% (Gráfico 3), como en el monto de operaciones públicas. ¡Estas últimas crecieron 233% con respecto a 1998! En cambio, las negociaciones privadas cayeron 65% anual debido a la contracción económica de ese año (Gráfico 4).

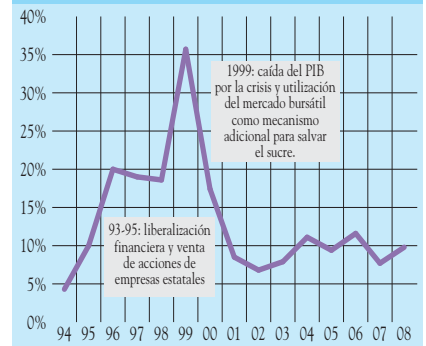
¿Qué explica el comportamiento de las negociaciones públicas? Una posible respuesta: los intentos de las autoridades monetarias de salvar al sucre, que se derrumbaba.

En 1999, los bancos y el Estado tenían dificultades de liquidez. Varios bancos ya enfrentaban problemas de solvencia. El Ministerio de Finanzas ordenaba al Banco Central la impresión de millones de sucres para inyectar a la banca, de tal forma que ésta pudiera

pagar a los depositantes. Estas operaciones pasaban por tesorería. Pero al mismo tiempo, el Banco Central colocaba en el mercado bonos de estabilización monetaria, con el fin de retirar liquidez de la economía y defender el tipo de cambio. Estas operaciones pasaban por las bolsas, lo que explicaría su repunte en un año de plena crisis económica.

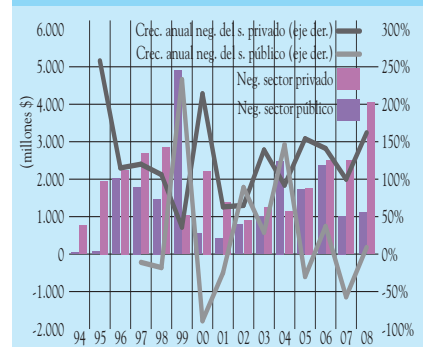
En otras palabras, por un lado el Banco Central retiraba liquidez mediante la colocación de bonos de estabilización monetaria y, por otro lado, inyectaba liquidez a los bancos mediante emisiones millonarias de moneda local. Según Pazmiño, los bonos de estabilización monetaria tenían un plazo de alrededor de un día. Por lo tanto, una fuerte negociación de estos

GRÁFICO 3  
LA IMPORTANCIA DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL (TOTAL NEGOCIADO/PIB)



FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, BVQ Y BVG.

GRÁFICO 4  
1999: SECTOR PÚBLICO USA BOLSAS COMO FUENTE ADICIONAL DE LIQUIDEZ PARA SALVAR EL SUCRE\* (MONTOS NEGOCIADOS POR SECTOR)



\* DESDE 2003 CORRESPONDE A LOS VALORES QUE REPORTAN INDIVIDUALMENTE LA BOLSA DE VALORES DE QUITO Y BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.  
FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, BVQ Y BVG.



papeles no indica, bajo ninguna circunstancia, una profundización del mercado de valores ecuatoriano en 1999, sino la esquizofrenia a la que se llegó en el vértigo de la crisis.

## LO ESTRUCTURAL DEL MERCADO DE VALORES

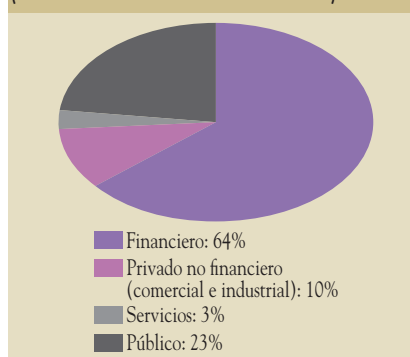
### Las financieras, las que más papeles transan

El mercado bursátil es una importante fuente de financiamiento y liquidez en el corto, mediano y largo plazo. El sector financiero lo sabe y, por ello, es el que más negocia en las bolsas nacionales (Gráfico 5). GESTIÓN realizó un ranking de las empresas que más negociaron en el mercado nacional de valores en 2008 y encontró que, de las diez empresas públicas o privadas que más negociaron en bolsa, ocho son bancos privados y dos son instituciones públicas (Cuadro 2). La primera entidad no financiera que aparece en el ranking es Corporación La Favorita (puesto 13), seguida por GMAC del Ecuador (puesto 14) y el Servicio de Rentas Internas (puesto 16).

Así, en 2008, el sector financiero negoció 64% del total transado en las dos bolsas nacionales. Por otro lado, si se ven las negociaciones realizadas en la Bolsa de Quito (alrededor de 50% del total), se observa que, desde 2004, la participación de este sector ha sido cada vez mayor (Gráfico 6). Este año, su participación bajó no porque haya negociado menos, sino por el aumento de la participación del sector público, debido a la emisión de \$ 550 millones de bonos del Estado en febrero pasado y a la creciente emisión de certificados de depósito por parte de la CFN. Esta entidad es la que más ha negociado en bolsa en 2009, debido entre otras cosas a la regulación del Banco Central del Ecuador sobre las reservas de liquidez.

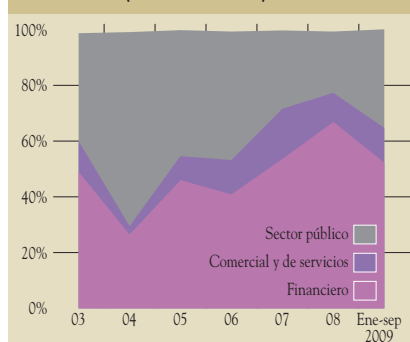
Buena parte de las operaciones bursátiles son realizadas por bancos, pero, ¿qué pasa en el sector privado no financiero?

GRÁFICO 5  
2008: 64% DE LAS OPERACIONES FUERON REALIZADAS POR EL SECTOR FINANCIERO (% NEGOCIACIONES TOTALES POR SECTOR)



FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL.

GRÁFICO 6  
SECTOR FINANCIERO Y SECTOR PÚBLICO: LOS QUE MÁS NEGOCIAN EN LA BOLSA DE QUITO\* (% PARTICIPACIÓN)



FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO.

CUADRO 2  
MINISTERIO DE FINANZAS, CFN Y BANCOS LIDERAN EL RANKING BURSÁTIL (NEGOCIACIONES BURSÁTILES A NIVEL NACIONAL)

Puesto	ENE-SEP		Empresa o institución*	Montos negociados en bolsa (millones)		% Particip. en el total negociado	
	2008	2009		2008	ENE-SEP 2009	2008	ENE-SEP 2009
1	1	2	Ministerio de Finanzas	834,9	566,4	16,2%	14,9%
2	2	3	Banco de Guayaquil S.A.	530,6	251,8	10,3%	6,6%
3	5	5	Banco del Pacífico S.A.	447,8	202,2	8,7%	5,3%
4	3	6	Banco del Pichincha C.A.	428,4	195,2	8,3%	5,1%
5	8	7	Banco Internacional S.A.	313,7	195,1	6,1%	5,1%
6	4	4	Banco Bolivariano C.A.	280,0	206,8	5,4%	5,4%
7	7	11	Produbanco	253,1	73,8	4,9%	1,9%
8	22	1	Corporacion Financiera Nacional	177,0	738,5	3,4%	19,4%
9	9	10	Mutualista Pichincha	138,6	79,4	2,7%	2,1%
10	19	22	Banco General Rumiñahui	134,9	34,3	2,6%	0,9%
11	12	8	Diners Club Del Ecuador S.A.	116,9	111,4	2,3%	2,9%
12	15	37	Banco MM Jaramillo Arteaga S.A.	112,9	9,5	2,2%	0,2%
13	10	18	Corporacion Favorita C.A.	101,5	47,5	2,0%	1,2%
14	11	12	Gmac del Ecuador	90,4	73,4	1,8%	1,9%
15	24	17	Pacificard S.A.	78,4	56,5	1,5%	1,5%
			Subtotal de las 15 empresas	4.039,3	2.841,7	78,2%	74,7%
			<b>Monto negociado total</b>	<b>5.164,6</b>	<b>3.803,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

\* INCLUYE FIDEICOMISOS.

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL.

### Empresas familiares, poco mercado accionario

Estructuralmente, la mayor parte de las negociaciones en bolsa ha sido en papeles de renta fija, es decir, su rentabilidad se determina con anticipación y no depende directamente de los resultados finales de la empresa. Solo en 1994 la mayor parte de las negociaciones (60%) fue de renta variable debido, particularmente, a la venta de acciones de ciertas empresas estatales. En 1995, la participación de renta variable retrocedió a 20% y, a partir de allí, fue inferior a 8%. Es decir, desde 1996, el mercado se concentró en papeles de renta fija. ¿Por qué? El Ecuador es un mercado pequeño donde la estructura de grandes empresas nacionales es de tipo familiar y hay resistencia a abrir el capital al mercado. En otras palabras, pocas empresas están dispuestas a 'compartir' la propiedad de sus empresas mediante la emisión o venta de acciones. Éste es un tema cultural. También vale considerar que no todas las empresas pueden cotizar en bolsa, pues para ello se requiere ser una empresa atractiva para los inversionistas y cumplir con varios requisitos asociados al buen manejo de la empresa.

Son ya 40 años de vida formal de las bolsas nacionales. Sin embargo, el financiamiento por esta vía aún no es una práctica usual. En 2008, apenas cinco empresas emitieron acciones, 40 emitieron obligaciones y 24 emitieron titularizaciones. Estos datos incluyen las operaciones del sector financiero, pero eso es poco, si se compara con las 37.135 empresas inscritas en la Superintendencia de Compañías a diciembre de 2007.

### Sector privado no financiero: ¿quiénes y cuánto negocian?

En los últimos seis años, las negociaciones del sector privado no financiero en la Bolsa de Valores de Quito fueron alrededor de 11% de las negociaciones bursátiles totales. En ese período, Corporación La Favorita, Holcim S. A. y Gmac son las que más negociaron en el mercado bursátil quiteño. Entre 2004 y 2008, Holcim negoció \$ 208 millones en el mercado bursátil quiteño, de los cuales \$ 169 millones se negociaron en 2007, lo que ese año le posesionó como el mayor negociador bursátil. Con excepción de 2007, Corporación La Favorita y Gmac se han disputado el primer y segundo puesto del *ranking* de negociaciones bursátiles de empresas privadas no financieras: Gmac ha liderado el *ranking* de empresas comerciales e industriales (Cuadro 3) y Corporación La Favorita, clasificada por la Bolsa de Valores de Quito en el sector servicios, ha liderado el de empresas de ese sector (Cuadro 4). Holcim y Corporación La Favorita negocian sobre todo en el mercado accionario secundario, siendo sus acciones muy apetecidas. En cambio, Gmac negocia más titularizaciones y obligaciones.

Algo peculiar de la Corporación (antes Grupo) La Favorita es que nunca ha emitido acciones directamente en las bolsas de valores, sino que cada año, en lugar de repartir los dividendos en efectivo, la Junta de Accionistas ha repartido dividendos en acciones y ha reinvertido el efectivo en la empresa (Recuadro 3). Sin embargo, esto no ocu-

CUADRO 3

#### GMAC LIDERA EL RANKING DE NEGOCIACIONES BURSÁTILES DE EMPRESAS COMERCIALES E INDUSTRIALES\*

Puesto 2008	Posición ranking global **	Empresa o institución	Monto negociado 2008 (millones)
1	14	GMAC del Ecuador	90,4
2	20	Nestlé Ecuador	57,1
3	26	Pronaca	28,7
4	33	Industrias Ales C.A.	20,6
5	37	Almacenes De Prati	16,4
6	38	Teojama Comercial S.A.	15,0
7	40	Fadesa	12,2
8	41	Artefacta.	11,3
9	42	Electrocables C.A.	10,8
10	43	Holcim Ecuador	10,7

\* LAS EMPRESAS NO NECESARIAMENTE ACUDEN A LA BOLSA TODOS LOS AÑOS, SINO CUANDO TIENEN NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO Y LAS CONDICIONES DEL MERCADO BURSÁTIL SON MÁS CONVENIENTES QUE OTRAS. EL CASO DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS Y DEL GOBIERNO CENTRAL ES DISTINTO, PORQUE ESTAS ENTIDADES OPERAN EN BOLSA DE MANERA PERMANENTE.

\*\* DE 145 EMPRESAS EN TOTAL, INCLUYENDO PÚBLICAS Y FINANCIERAS.

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL.

CUADRO 4

#### CORPORACIÓN LA FAVORITA LIDERA EL RANKING DE NEGOCIACIONES BURSÁTILES DE EMPRESAS DE SERVICIOS\*

Puesto 2008	Posición ranking global **	Empresa o institución	Monto efectivo negociado 2008 (millones)
1	13	Corporacion Favorita C.A.	101,5
2	25	Comandato	30,0
3	27	Terminal Aeroportuaria de Guayaquil S.A.	28,0
4	31	Municipalidad de Guay.	24,1
5	34	Fideicomiso GM Hotel	20,3
6	55	H.O.V. Hotelera Quito S.A.	6,0
7	56	Conclina C.A.	5,9
8	61	Telconet S.A.	5,0
9	64	Hotel Colón Inter. C.A.	4,7
10	68	Electrosiglo S.A.	3,6

\* LAS EMPRESAS NO NECESARIAMENTE ACUDEN A LA BOLSA TODOS LOS AÑOS, SINO CUANDO TIENEN NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO Y LAS CONDICIONES DEL MERCADO BURSÁTIL SON MÁS CONVENIENTES QUE OTRAS. EL CASO DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS Y DEL GOBIERNO CENTRAL ES DISTINTO, PORQUE ESTAS ENTIDADES OPERAN EN BOLSA DE MANERA PERMANENTE.

\*\* DE 145 EMPRESAS EN TOTAL, INCLUYENDO PÚBLICAS Y FINANCIERAS.

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL.

rió en 2008. Ese año, el directorio resolvió no repartir los dividendos en acciones, debido a la incertidumbre sobre la evolución de la economía dada la coyuntura electoral y de crisis internacional. Las acciones son un

RECUADRO 3

### CONOCIENDO A LA FAVORITA A TRAVÉS DEL MERCADO BURSÁTIL

En un inicio, Proinco intermediaba las acciones de La Favorita. Con la expedición de la Ley de Valores, La Favorita empezó a operar en las bolsas nacionales. Poco a poco, con el crecimiento de la empresa, el interés por tener acciones de esta empresa aumentó también. Cuando el mercado bursátil se volvió un organismo que ofreció respaldo para la intermediación de acciones, los accionistas vieron atractivo participar en ella para comercializar sus acciones. Hoy son alrededor de 10.000 accionistas y el grupo tiene una compañía propia (Ecuastock S. A.) que se dedica a comprar y vender acciones y de alguna manera a regular su precio.

La empresa nunca ha emitido acciones para financiar la empresa. Las existentes son producto de la repartición anual de dividendos en acciones. Su principal fuente de financiamiento es el crédito de bancos locales. Cuando la compañía tiene más acciones, debe hacer que rindan apropiadamente. Para ello, se requiere vender más cada año. El creciente volumen de ventas de La Favorita ha permitido generar economías de escala y repartir mejor los costos fijos. Si se reparten acciones sin asegurar el crecimiento de las ventas, se sacrifica su rentabilidad. La empresa ha hecho rendir sus acciones, por eso son tan apetecidas en el mercado.

Aunque la familia Wright es un accionista importante, hay varios accionistas más, solo que, como la empresa es y ha sido rentable en el tiempo, los principales accionistas han preferido quedarse con las acciones. Luego de los accionistas de la familia, el IESS es uno de los accionistas más importantes. Aunque el número de acciones en manos del IESS ha aumentado, debido a los repartos anuales de dividendos-acciones, su participación porcentual como accionista se mantiene.

termómetro de la empresa. Repartir acciones en un mercado donde hay poco flujo de capital no es un escenario propicio para entregar dividendos en acciones, pues se podría sacrificar su rentabilidad.

En países con un mercado desarrollado, la negociación de acciones de empresas privadas dinamiza bastante el mercado bursátil. En el Ecuador, ése no es el caso. Pero poco a poco, más empresas no financieras participan en este mercado. En 2008, solo dos empresas emitieron y colocaron acciones en el mercado primario quiteño: Conclina C. A., que ofrece servicios de salud y cuyas negociaciones bursátiles fueron de \$ 5,8 millones, y Cybercell S. A., que opera en servicios telefónicos y cuya operación fue de \$ 392.000. Vale rescatar el doble esfuerzo de estas empresas, pues emitir acciones y colocarlas en el mercado primario es un gran reto, en especial, en el sector de servicios; pues en un mercado bursátil poco desarrollado, es menos común para un inversionista adquirir acciones de este tipo. GESTIÓN relata en el recuadro la experiencia de Conclina C. A., una empresa nacional que administra uno de los centros de salud privados más grandes del país, el Hospital Metropolitano.

### Crédito bancario: principal fuente de financiamiento productivo

Los créditos del sistema financiero son la principal fuente de financiamiento empresarial. Generalmente, las grandes empresas se financian en el mercado bursátil, pero solo como una fuente de recursos adicional al crédito bancario.

El financiamiento directo de actividades productivas, vía operaciones en el mercado bursátil, aún es bajo con respecto a la importancia del crédito bancario, a pesar de que este último puede resultar más caro en alrededor de un punto porcentual. Para tener una idea aproximada, se puede realizar un sencillo ejercicio comparativo: en 2008, las negociaciones de obligaciones y titulizaciones —principales fuentes de

RECUADRO 4

## CONCLINA C. A. INCURSIONA CON ÉXITO EN EL MERCADO PRIMARIO

Conclina C. A. es una de las empresas de servicios de salud más grande del país y una de las pocas del sector privado de la salud que ha emitido acciones en el mercado primario. La compañía tiene una calificación de riesgo AAA—según BankWatchRatings S. A. En 2006, incurrió en el mercado accionario mediante la emisión de 676 acciones. Seguidamente, en 2008, se lanzó con éxito a una segunda emisión por 1.050 acciones. La acogida de sus acciones le motiva a incrementar su capital accionario en 2009, mediante la emisión de alrededor de 500 acciones preferidas. Con esta operación Conclina C. A. busca contribuir a un proyecto de inversión del Hospital Metropolitano que incluye la adquisición de nueva tecnología, la ampliación de servicios hospitalarios y la extensión de infraestructura.

Los accionistas de esta empresa no solo reciben los dividendos al final del año sino que, a lo largo del año, gozan de beneficios comerciales adicionales, ligados a descuentos en los servicios de salud que ofrece la compañía. Esto vuelve más atractivas a sus acciones.

Colocar acciones en el mercado de valores primario es un gran logro para cualquier empresa, pues refleja la confianza de inversionistas en una compañía que ha demostrado continuo crecimiento, solidez, adecuado retorno a sus accionistas y administración seria y responsable.

financiamiento bursátil de mediano y largo plazo— alcanzaron \$ 877 millones, de los cuales, cerca de \$ 400 millones habrían sido emitidos y colocados por el sector privado no financiero. En cambio, de diciembre de 2007 a diciembre 2008, la cartera comercial de los bancos subió \$ 995 millones. Si en este ejercicio incluimos también la variación de la cartera de microcrédito entre 2007 y 2008, el crédito productivo neto otorgado por los bancos habría sido de unos \$ 1.200 millones. Así, solo una tercera parte del financiamiento productivo se habría obtenido en el mercado bursátil.

### Los papeles más negociados

Los certificados de depósito son los papeles que más se transan en bolsa, seguidos por los certificados de inversión y bonos del Estado (Cuadro 5). Entre enero y septiembre de este año, se transaron \$ 1.218,1 millones (32% del total negociado) de certificados de depósito y el año pasado \$ 2.019 millones (39% del total). Estos papeles son de corto plazo (entre uno y 360 días) y devengan una

tasa de interés. Bancos y otras instituciones financieras emiten estos papeles. En cambio, de los \$ 837,2 millones de certificados de inversión que se transaron entre enero y septiembre de este año, 88% fue vendido por la CFN, debido particularmente a la regulación del Banco Central sobre las reservas mínimas de liquidez.

La mayor parte de los papeles que negocia el sector financiero son de corto plazo. Esta estructura de concentración en papeles de corto plazo se ha reducido en los últimos años. En la Bolsa de Quito, por ejemplo, mientras en 2003, 7,5% de papeles negociados por este sector fue de mediano y largo plazo, en 2008 esta cifra se duplicó. En efecto, para el sector financiero, las bolsas nacionales son una forma alternativa de captar recursos. Las entidades financieras también utilizan el mercado bursátil para cubrir necesidades de liquidez. Al respecto, **Mónica Villagómez**, presidenta de la Bolsa de Valores de Quito, explica que “las operaciones de giro ordinario han tenido una participación significativa en las negociaciones totales y ha aportado a

los bancos e instituciones financieras dentro del desarrollo diario de su negocio". Pero, ¿quién compra esos papeles? Según **Javier Landázuri**, gerente de la casa de valores Inmovalores, alrededor de 50% de papel bancario es colocado en el sector público.

## El Estado: ¿el mayor dinamizador de las bolsas?

Desde 1993, el Estado ha sido el mayor emisor y comprador de títulos valores. Según la Superintendencia de Compañías, el año pasado, el Estado en conjunto vendió \$ 1.029 millones de títulos y compró \$ 3.817 millones de

papeles. En términos porcentuales, en 2008 el Estado vendió alrededor de 20% del total negociado en las bolsas y compró 74% de los papeles (públicos y privados) emitidos. Esto comprueba que el Estado es un actor fundamental en el mercado bursátil nacional, tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda de títulos valores.

Por lo general, cada emisión del Estado se reparte proporcionalmente en las bolsas de Quito y Guayaquil. Así, tomando el caso de la Bolsa de Quito, entre 2003 y el primer semestre de 2009, el Ministerio de Finanzas y la Corporación Financiera Nacional fueron las instituciones públicas que más

papeles emitieron y vendieron en el mercado bursátil nacional. Específicamente, el Ministerio de Finanzas emitió \$ 4.585 millones de títulos valores en ese período, 37% del total negociado en el mercado nacional. De ese monto, 79% corresponde a bonos del Estado, es decir, deuda pública interna que se negoció en el mercado bursátil.

## El IESS: el gran comprador de papeles públicos y privados

El Ministerio de Finanzas es el que más papeles emite en las bolsas. En especial, emite bonos del Estado. Pero, ¿quién los compra? La respuesta es conocida: el IESS, gran ahorrista e inversionista nacional de largo plazo gracias a los aportes mensuales acumulados de los ecuatorianos. En otras palabras, la plata solo cambia de manos: del IESS al Gobierno central (en el caso de los bonos del Estado). No es nuevo que el IESS sea la principal fuente de financiamiento interno del Gobierno central. Al 31 de agosto, 57% del portafolio de inversiones del IESS (\$ 3.120,6 millones) estaba invertido en papeles del sector público.

Pero el IESS también es el comprador por excelencia de papeles privados. Por ello, generalmente, tanto las emisiones de entidades públicas como de empresas privadas apuntan casi exclusivamente a la liquidez del IESS. Al 31 de agosto, el IESS tenía \$ 755 millones en papeles del sector financiero y \$ 528 millones del sector privado no financiero (*Cuadro 6*).

Según la Superintendencia de Compañías, el Estado en conjunto compró 71% de los títulos negociados en las bolsas nacionales entre enero y julio de 2009 (última información disponible al cierre de la edición). Específicamente el IESS, compró \$ 1.179,7 millones de dólares en títulos en ese período, de los cuales, \$ 551 millones fueron bonos del Estado.

## Fomentando la eficiencia de empresas públicas

El mercado bursátil es una potencial

CUADRO 5  
CERTIFICADOS DE DEPÓSITO: LOS PAPELES MÁS NEGOCIADOS EN BOLSA  
(MILLONES)

	2004	2005	2006	2007	2008	Ene-Sep 2009
Certificados de depósito	524,25	890,13	869,14	1.118,73	2.019,72	1.218,11
Certificados de inversión	81,85	88,29	85,02	75,04	267,43	837,18
Bonos del Estado*	840,22	203,77	700,17	858,59	814,89	566,25
Titularizaciones*	31,77	101,28	407,59	292,50	626,04	432,63
Pólizas de acumulación	219,32	266,19	328,02	310,09	654,00	280,72
Obligaciones*	100,45	104,43	142,02	108,74	251,21	162,17
Acciones*	106,45	152,84	302,63	317,79	186,61	74,21
Letra de cambio	39,97	43,43	51,46	75,59	72,20	59,49
Notas de crédito	28,54	42,53	54,41	64,75	42,11	57,15
Papel comercial	2,12	61,29	250,84	171,52	96,53	45,23
Aval bancario	7,63	7,17	13,58	24,58	19,73	36,74
Pagarés	5,09	14,20	12,05	7,87	15,29	10,69
Cédulas hipotecarias*	15,14	11,32	4,82	1,64	0,80	6,78
Cert. de tesorería*	1.436,26	1418,06	1593,37	59,30	0,15	0,00
Otros	187,69	91,40	47,20	24,75	97,86	16,19
Total	3.626,76	3.496,35	4.862,34	3.511,49	5.164,58	3.803,54

\* INCLUYE REPORTE DEL TÍTULO VALOR.

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL.

CUADRO 6  
57% DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES DEL IESS EN PAPELES DEL SECTOR PÚBLICO  
(PORTAFOLIO GLOBAL DE LAS INVERSIONES DEL IESS AL 31-AGOSTO-2009)

	Sector	Valor de mercado (millones)	% participación
Renta fija	S. privado financiero	\$754,89	13,80%
	S. privado no financiero*	\$368,29	6,73%
	S. público	\$3.120,47	57,04%
Renta variable	S. privado financiero	\$0,28	0,01%
	S. privado no financiero	\$160,33	2,93%
	S. público	\$0,14	0,00%
	Total	\$945,44	17,28%
Inversiones privadas**		\$120,47	2,20%
Inversión inmobiliaria***		\$5.470,30	100,00%

\* EN EL PORTAFOLIO GLOBAL LOS CRÉDITOS SE HAN INCLUIDO EN EL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO.

\*\* SEGÚN EL IESS, LOS VALORES DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS REFLEJA LOS MONTOS CONCEDIDOS SIN RECUPERACIONES DEL MES, FUERON TOMADOS DEL OFICIO N° 6710000-2281-CH CON CORTE A JUNIO DE 2009.

\*\*\* EL VALOR DE INVERSIÓN INMOBILIARIA FUE TOMADO DEL REPORTE DE CARTERA DE INVERSIONES, INFORME N° 67200000-963 CON CORTE A JUNIO DE 2009.

FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE BANCOS.



fuelle de financiamiento. Sorprende que empresas públicas como Petroecuador no estén allí. ¿Por qué el Estado no ha financiado grandes inversiones —de electricidad o petróleo— en las bolsas de valores nacionales? Estas inversiones podrían financiarse no solo por el IESS sino también por otros inversionistas, grandes y pequeños. A menudo, abrir el capital de empresas como Petroecuador, por ejemplo, se ha visto como privatización. Pero el hecho de que ‘el pueblo ecuatoriano’ sea ‘dueño directo’ de parte de las acciones de una empresa pública (aunque fuera una participación minoritaria) podría inducir a una mayor eficiencia, transparencia y mayor rendición de cuentas de la empresa, pues el rendimiento de las acciones dependería del desempeño de la empresa y, en teoría, los accionistas presionarían para maximizarlo mediante el mejoramiento de la gestión empresarial. En este sentido, el caso de PetroColombia, que abrió alrededor de 20% de su capital al público, resulta un caso de estudio pertinente.



EL MERCADO BURSÁTIL ES UNA POTENCIAL FUENTE DE FINANCIAMIENTO. SORPRENDE QUE EMPRESAS PÚBLICAS COMO PETROECUADOR NO ESTÉN ALLÍ. ¿POR QUÉ EL ESTADO NO HA FINANCIADO GRANDES INVERSIONES —DE ELECTRICIDAD O PETRÓLEO— EN LAS BOLSAS DE VALORES NACIONALES? ESTAS INVERSIONES PODRÍAN FINANCIARSE NO SOLO POR EL IESS SINO TAMBIÉN POR OTROS INVERSIONISTAS, GRANDES Y PEQUEÑOS.



## LO COYUNTURAL DEL MERCADO DE VALORES

### Financiamiento del sector público pasó por las bolsas

En 1999, año de la peor crisis económica del Ecuador, las negociaciones del sector público crecieron 233% con respecto a 1998. Diez años después, éstas batieron un nuevo récord: en el período enero-septiembre de este año crecieron 484% anual. ¿Cómo se explica esto? La respuesta no sorprende: por el mercado bursátil pasaron las necesidades de financiamiento del Gobierno central originadas tanto por efectos de la crisis internacional de 2008 como por la decisión de realizar enormes gastos gubernamentales en casi dos años y medio de continua campaña electoral. Así, por el lado de la oferta: entre enero y septiembre de este año, bonos del Estado por \$ 566 millones y certificados de inversión de la Corporación Financiera Nacional por \$ 738 millones representan más de 90% de las negociaciones bursátiles del sector público en ese período. Por el lado de la demanda, el IESS compró buena parte de estos papeles. Es decir, los afiliados están financiando parte del gasto gubernamental.

### Sector privado acude a las bolsas pero negocia menos

Este año, las negociaciones bursátiles han crecido en más de 25% anual. Este crecimiento fue posible gracias a la emisión de bonos del Estado por parte del Ministerio de Finanzas en febrero pasado pues, al retirar del cálculo esta operación del gobierno central, la situación es otra. Por ejemplo, en el primer semestre de 2009, el volumen total negociado en las bolsas nacionales creció 26,6% anual, alcanzando \$ 2.461 millones. Pero si este cálculo no toma

en cuenta la emisión de bonos del Estado, se observa que el volumen negociado en las bolsas nacionales experimentó una caída anual de cerca de 2% en el primer semestre.

Las últimas cifras disponibles al cierre de la edición muestran una mayor caída de las negociaciones privadas y un crecimiento extraordinario de las públicas. Entre enero y septiembre de 2009, se negociaron \$ 3.803,5 millones en las bolsas nacionales, 28,8% más con respecto al mismo período del año anterior. De ese monto, 37,7% (\$ 1.432,9 millones) fue negociado por el sector público y el 62,3% restante (\$ 2.370,6 millones) por el privado. Esto significó un crecimiento de 483,5% anual de las negociaciones del sector público y una caída de 12,4% anual de las negociaciones del sector privado. ¿Qué está pasando en el sector privado?

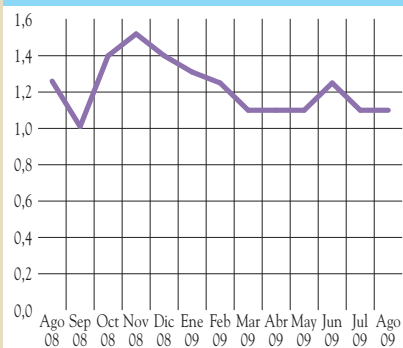
### Difícil colocación de papeles

Durante el primer semestre de este año, fue más difícil acceder a crédito bancario de mediano y largo plazo debido a las restricciones generalizadas de la banca para todos los segmentos, incluyendo el corporativo. Esto motivó a varias empresas a buscar financiamiento en las bolsas de valores. La emisión de papeles no se ha desacelerado, más bien ha aumentado, con la diferencia que su colocación (compra) en el mercado ha sido más difícil este año que en años anteriores. La crisis internacional sumada al período electoral en el Ecuador volvió más cauto al inversionista. Desde noviembre de 2008, ha sido más difícil empatar la oferta de papeles con la demanda.

### Empresas optan por titularizar

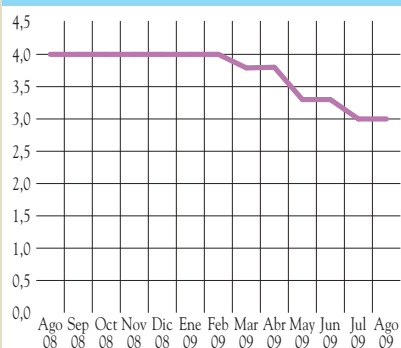
Mientras el sector financiero continúa negociando certificados de depósito pero a menor ritmo y el sector público —específicamente la CFN— emite certificados de inversión, las empresas buscan financiarse con titularizaciones. Este año, la restricción de crédito bancario y las exigencias de su

GRÁFICO 7  
ACCIONES DEL BANCO BOLIVARIANO  
CAEN 13% ANUAL



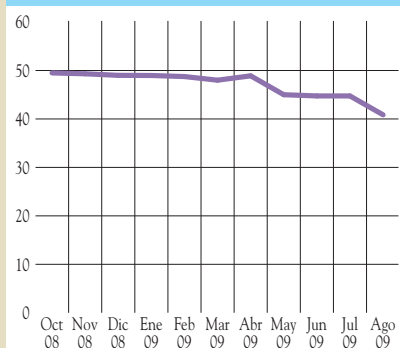
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.

GRÁFICO 8  
BAJAN ACCIONES DEL BANCO  
DE GUAYAQUIL



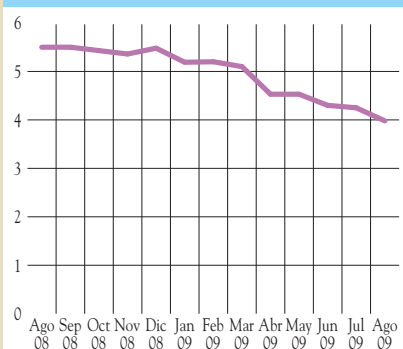
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.

GRÁFICO 9  
ACCIONES DE HOLCIM ECUADOR  
EN \$ 40,8 DÓLARES\*



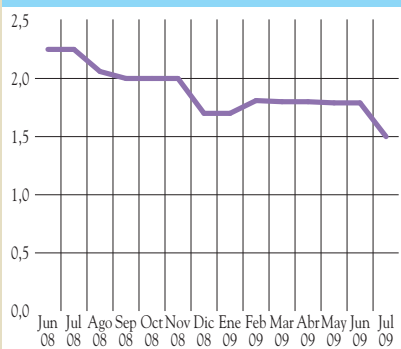
\* EN JULIO DE 2009, HOLCIM NO NEGOCIÓ ACCIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. EL PRECIO DE JULIO CORRESPONDE AL PRECIO DEL MES PRECEDENTE.  
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.

GRÁFICO 10  
ACCIONES DE CORPORACIÓN FAVORITA  
CAEN 28%



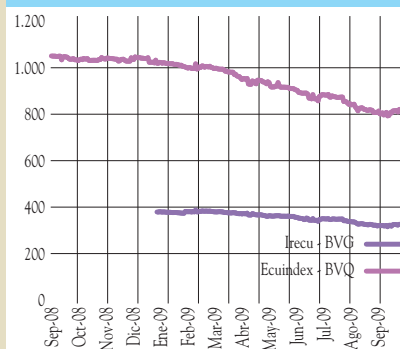
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.

GRÁFICO 11  
ACCIONES DE BANCO PICHINCHA  
A LA BAJA\*



\* EN JULIO DE 2008, ENERO DE 2009 Y ABRIL DE 2009, EL BANCO PICHINCHA NO NEGOCIÓ ACCIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. EL VALOR ALLÍ INCLUIDO CORRESPONDE A LA COTIZACIÓN DE CIERRE DEL MES PRECEDENTE.  
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.

GRÁFICO 12  
PRECIO GLOBAL DE LAS ACCIONES  
A LA BAJA



FUENTE: BOLSA DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL.

contratación ha motivado a ciertas empresas a emitir titularizaciones para cubrir sus necesidades de financiamiento. En el período enero-septiembre de 2009, la negociación de estos papeles en las bolsas locales creció 69% anual. En septiembre, por ejemplo, las mayores negociaciones de empresas privadas no financieras fueron de titularizaciones. En la Bolsa de Quito, entre las empresas no financieras que más titularizaciones negociaron en los nueve meses del año, se destacan las emitidas por Gmac del Ecuador, cuyas operaciones de titularizaciones alcanzaron \$ 42,7 millones; Movistar, que negoció \$ 26,5 millones en titularizaciones; Comandato, \$ 25 millones; Industrias Ales, nueve millones, y Pronaca, \$ 6,7 millones.

Algunas instituciones financieras también negociaron titularizaciones. Tal es el caso de Mutualista Pichincha

que, entre enero y septiembre, negoció \$ 69,3 millones de titularizaciones en la Bolsa de Quito, Banco Pichincha (\$ 13,6 millones), Diners (\$ 13,1 millones), entre otras.

### Acciones nacionales bailan menos

Las negociaciones en el mercado accionario se han desacelerado en 2009. En el período enero-septiembre de 2009, las negociaciones de renta variable fueron 51,7% menores a las registradas en el mismo período en 2008. Empresas sólidas ven con asombro la caída del precio de sus acciones. Hasta septiembre de 2009, el precio global de las acciones de las empresas que cotizaron en la Bolsa de Quito, medida por el

Ecuindex, disminuyó 19,5%. En Guayaquil, la caída fue de 14% (Gráfico 12). Según la Bolsa de Valores de Guayaquil, entre diciembre de 2008 y agosto de 2009, el precio de las acciones de algunas empresas disminuyó en más de 10% (Gráficos 7 - 11). Tal es el caso del Banco Bolivariano (-21,4%); Corporación La Favorita, una de las empresas que más negocia en el mercado accionario (-27,4%), y Holcim Ecuador (-16,6%). Al cierre de la edición, el precio de las acciones no se recuperaba a los niveles del año pasado.

Por otro lado, las expectativas de menores utilidades de la banca al cierre de 2009 ha presionado a la baja el precio de las acciones de los grandes bancos privados. En el período enero-agosto, las utilidades de estos tres bancos fueron la mitad de las percibidas en el mismo período en 2008. La rentabilidad también ha bajado, en especial,

en el Banco Pichincha. Hasta septiembre, el precio de las acciones del Banco de Guayaquil cayó 30,1% anual, el del Banco del Pichincha bajó 32,1% y el de Produbanco disminuyó 36,9% anual (precios en la Bolsa de Quito). Estas últimas se recuperaron 8,3% entre agosto y septiembre.

Pero en septiembre, sorprendió el aumento del precio de las acciones de Industrias Ales y Cridesa. Ese mes, las acciones de estas empresas subieron 35,5% anual y 14% anual, respectivamente. Las acciones de otras empresas han subido, pero en menor medida. Al cierre de agosto, tal fue el caso de La Reserva Forestal, cuyas acciones subieron 13% anual; Inversancarlos, 11%, y Forestal Río Congo, 1%. En cambio, el precio de las acciones de Cervecería Nacional y El Tecal se han mantenido.

La caída del precio de las acciones no necesariamente se debe a una mala

gestión empresarial. Hoy, el financiamiento por la vía patrimonial es más difícil. Ante ello, parecería importante motivar a los inversionistas, pero la idea de aplicar un impuesto de 10% a los dividendos no colabora en ello, pues afectaría la rentabilidad. Este año la demanda por las acciones ha disminuido y la oferta ha aumentado, quizás por expectativas negativas de los inversionistas sobre los rendimientos futuros de las empresas. Los cambios tributarios podrían afectar la rentabilidad de las empresas, lo que afecta la rentabilidad

esperada de los inversionistas y, por lo tanto, presiona a la baja el precio de las acciones.

En el sector financiero, las reformas vigentes afectarían las utilidades de la banca, con lo cual, este año la rentabilidad de las acciones sería menor a la esperada. Frente a esta situación, algunos inversionistas se deshacen de esos papeles o no compran los nuevos emitidos, lo que ha presionando a la baja los precios de las acciones de estas instituciones.

La valoración global de las empresas que cotizan en bolsa también ha bajado este año. La capitalización bursátil de la Bolsa de Quito cerró septiembre en \$ 4.113,2 millones, es decir, la valoración de las empresas que negociaron en esa bolsa bajó 3,9% con respecto a septiembre de 2008 y 9,7% entre diciembre de 2008 y septiembre de 2009. En la Bolsa de Guayaquil,



MÓNICA VILLAGÓMEZ,  
presidenta de la Bolsa de Valores  
de Quito.

#### ENTREVISTA

## "SE HAN HECHO PROGRESOS INMENSOS"

DRA. MÓNICA VILLAGÓMEZ  
PRESIDENTA DE LA BOLSA  
DE VALORES DE QUITO

Con la Ley de Valores de 1993, comienza la nueva historia de la bolsa. Se han hecho progresos inmensos. Quito y Guayaquil no tienen el mismo sistema. Hemos caminado mucho (¡qué pena!, doble camino). A raíz de la dolarización, este mercado empezó a cimentarse. El país comenzó a hacerse más apetitoso para los inversionistas. Los emisores encontraron en el mercado de valores un lugar para obtener el financiamiento y los inversionistas, la seguridad de estar suscritos a un modelo monetario mucho más estable.

No hemos tenido una afectación directa de la crisis internacional reciente. No había activos financieros contaminados y los existentes difícilmente se contaminaron, pues el mercado bursátil nacional no está internacionalizado. Aquí solo se negocian activos financie-

ros ecuatorianos y, en el exterior, no se negocian papeles ecuatorianos. Además, quizás porque el mercado es pequeño, hay un gran peso de garantías y casi todo lo que viene a bolsa tiene buena calificación de riesgo. Ser un mercado de renta fija también nos protegió, nos mantuvo al margen de un golpe directo. La crisis no es bursátil sino financiera. Aunque la crisis afectó a las bolsas de la región, éstas actuaron como un verdadero centro de liquidez. Cuando la gente quiso deshacerse de los activos contaminados, lo pudo hacer a un precio justo.

Sin embargo, desde noviembre de 2008, hay menos demanda de los inversionistas. Hay emisiones pero se colocan más lentamente. Los inversionistas están desconcertados por la crisis y porque hemos estado en año electoral. Pero los emisores están pendientes del mercado. Se han dado cuenta de las ventajas en cuanto al costo del dinero. Financiarse en bolsa es alrededor de 1% más barato que en la banca. Además, por diferentes circunstancias que no voy a juzgar, la banca ecuatoriana ha restringido el crédito. Lo lógico sería que el empresario venga al mercado de valores. Lo importante es reactivar el apetito del inversionista para juntar las dos partes. El apetito existe pero ha bajado de nivel. Las bolsas deberían ser el lugar óptimo para el financiamiento y así se lo percibe. Por eso se sigue emitiendo. Pero antes las emisiones se colocaban en 24 ó 48 horas. Este año se colocan, pero con un poco más de dificultad. Es el rezago que los inversionistas tienen de la crisis. Ahora son más cautos y prefieren invertir en bienes tangibles.

la capitalización bursátil se ubicó en \$ 4.042,6 millones, una caída anual y acumulada de 11,4%.

### Toca bailar más, hasta coger el compás

En la coyuntura: incertidumbre, posibles cambios tributarios y las reformas al sistema financiero se han juntado, dando como resultado menores expectativas de utilidades y de rendimiento para el cierre de 2009 y, en consecuencia, menor demanda de papeles por parte de los inversionistas, menores precios de las acciones de algunas empresas y menores negociaciones bursátiles del sector privado. Preocupa que el sector privado negocie menos en bolsa no por que tengan mayor financiamiento bancario, sino por una falta de apetito de los inversionistas.

En la estructura, el mercado bursátil ecuatoriano aún tiene camino por

recorrer o, siguiendo el símil, todavía hay que bailar para coger el compás. El IESS, el Ministerio de Finanzas y los bancos son los mayores negociadores del sector público. Los dos primeros por el lado de la oferta de papeles y el IESS por el lado de la demanda de títulos tanto públicos como privados, debido a su condición de gran ahorrista nacional de largo plazo. ¿Eso cambiará con el paquete de reformas que se viene? En tal caso, para desarrollar el mercado bursátil por el lado de la demanda de papeles se requiere dar confianza y seguridad al inversionista, tanto con la normativa legal como con los anuncios de política económica.

En la próxima entrega GESTIÓN explora el impacto que tuvo la crisis internacional en el mercado bursátil ecuatoriano y la propuesta de reformas anunciadas por el Gobierno.


Por parte de los inversionistas institucionales, el IESS está comprando. Incluso modificó la reglamentación para dar mayor capacidad de compra a ciertas emisiones, especialmente las titularizaciones y papeles del sector financiero. También están muy interesados en el sector no financiero. Coincidió con la crisis que, desde diciembre de 2008, el sector público ya no está obligado a venir a la bolsa pero sigue viniendo.

2009 no es un mal año. Hay un paso del largo al corto plazo, pues cuando hay incertidumbre la gente se refugia en el corto plazo. Pero ya hay inversiones en el largo plazo, que años atrás no había. Creo que el mercado se va a ir soltando. Favorece la seguridad de tener un Gobierno reelecto para equis años. Guste o no, ya sabemos cuál es el Gobierno, sus políticas y su visión. Eso puede permitir tomar las medidas como bolsa a emisores e inversionistas. La medida drástica de “cierro la fábrica y me voy” no vale la pena, sino “me quedo y saco una línea más barata que

permita la convivencia con el Gobierno”.

El mercado no se desarrolla porque no ha existido una política de Estado respecto al mercado de valores. Los mercados de valores se desarrollan cuando hay estructuras eficientes de seguridad social, por ejemplo. Una política pública no solo es declarativa: tiene que tener todas las herramientas para desarrollarse. Hay un ánimo de tomar en cuenta el mercado de valores y definir una política de Estado. Parecería que están viendo como referente un mercado más moderno.

Las autoridades gubernamentales miran al mercado de valores como una herramienta enfocada en el desarrollo y crecimiento de Pymes. La bolsa tiene que ser lo suficientemente imaginativa para darles los mecanismos. Estamos buscando lo más apropiado porque no es muy común el financiamiento de este tipo en bolsa.

Siempre hay que mandar un mensaje de confianza. No se puede parar el mercado ni el país porque nos gusten o no ciertas políticas. 

## ALTA CALIFICACIÓN PARA BANCO PICHINCHA

La rentabilidad y la estabilidad han llevado al Banco Pichincha a obtener la categoría AAA-, que fue otorgada por la calificadora de riesgo Pacific Credit Rating (PCR). La centenaria institución bancaria, que anteriormente tenía AA+, se ubica ahora con el nivel de calificación más alto alcanzado por un banco del Ecuador.

La nueva categoría toma en cuenta que “la situación financiera de Banco Pichincha es muy fuerte y posee una sobresaliente trayectoria de rentabilidad, lo cual refleja una excelente reputación en el medio, muy buen acceso a sus mercados naturales de dinero y claras perspectivas de estabilidad”.

PCR, con gran experiencia en el mercado latinoamericano, consideró varios factores, entre ellos, la experiencia administrativa del banco, el manejo de provisiones basada en una política conservadora, la actualización oportuna de políticas de crédito y el fortalecimiento patrimonial de los últimos años mediante la capitalización de utilidades.

Además, se reconoce “la alianza con Tata Consultancy Services que ha marcado grandes cambios tecnológicos” y “el desarrollo de nuevos modelos para calificar el riesgo operativo de la entidad”.

Banco Pichincha, el más grande del mercado ecuatoriano, registra a junio de 2009 activos totales por \$ 4.339 millones, que representan un incremento de 9,85% respecto al mismo período de 2008. Tiene 30% de participación en el mercado; 1'900.000 clientes; 279 agencias y 627 cajeros automáticos. A través de la división de microcrédito, Creditifé, se presta atención a más de 100.000 clientes.

Sus filiales en el exterior son Banco Financiero del Perú, Banco Pichincha Panamá y Banco Pichincha Miami Agency, además de una oficina de representación comercial en España, que cuenta con siete sucursales en el país ibérico. (L. S.) 