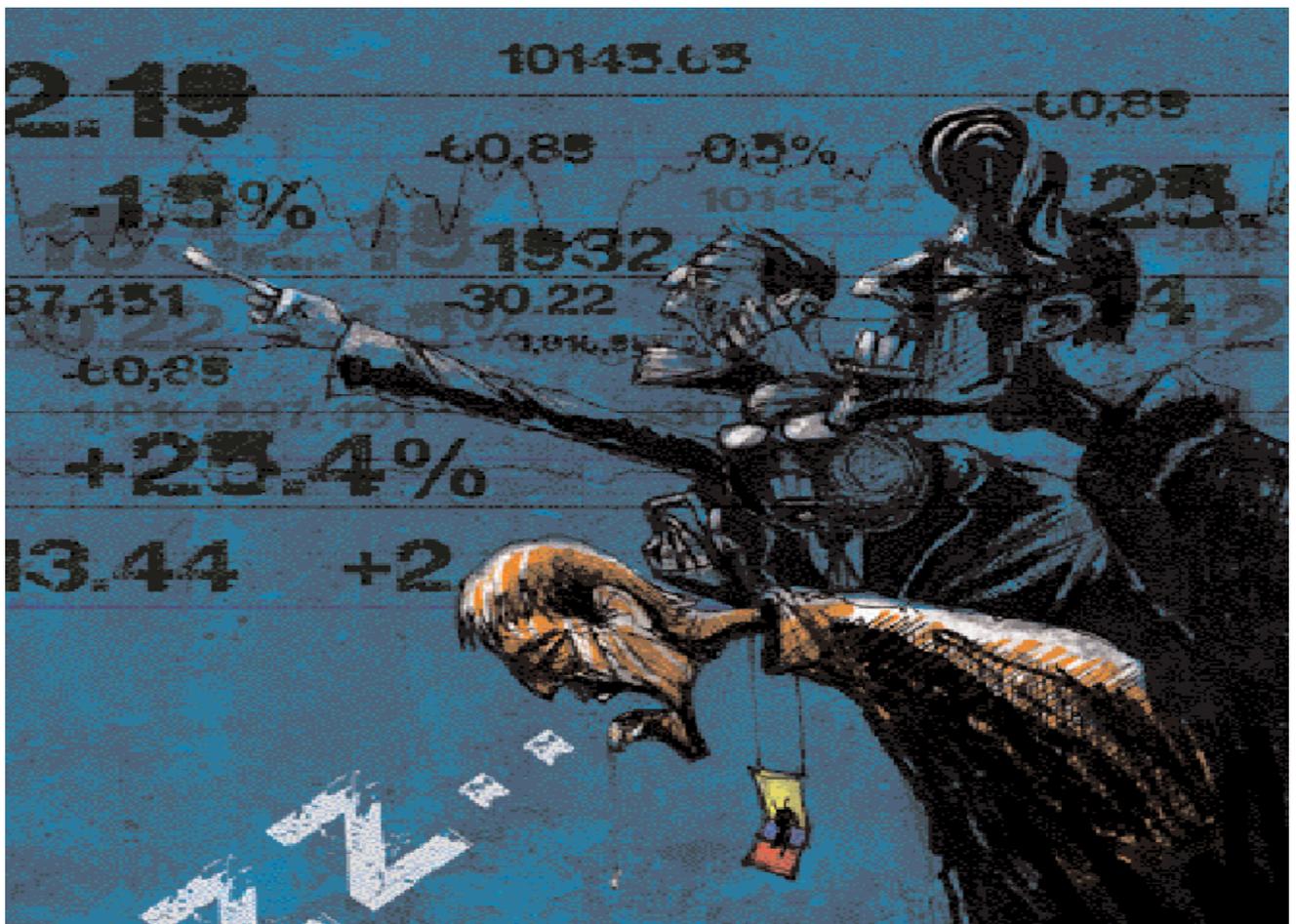


El mercado bursátil baila entre la crisis internacional y las reformas 2010

< POR MA. LORENA CASTELLANOS V. >

Desde julio, el Gobierno socializa su proyecto de ley de mercado de valores. Al momento, la Asamblea tiene una agenda apretada y discute y aprueba otros proyectos prioritarios para el Gobierno (como la Ley de Comunicación y las reformas tributarias), por lo que, hasta el primer trimestre de 2010, difícilmente se habrá aprobado la reforma del mercado de valores. Sin embargo, parte de los cambios ya empezaron. Mientras tanto, en la región, Colombia, Perú y Chile emprenden acciones para la futura integración de las tres bolsas.

Tras conocer el funcionamiento, fortalezas y debilidades del mercado bursátil ecuatoriano en nuestra entrega anterior, GESTIÓN presenta aquí las reformas bursátiles que están en discusión; partiendo del hecho de que, luego de 40 años de la existencia de las bolsas ecuatorianas, el mercado bursátil nacional aún baila a otro ritmo y no ha logrado insertarse en el mercado internacional. Entre la coyuntura y la estructura, se moldean las nuevas reglas del juego bursátil nacional.



En 2008, año de una de las peores crisis en el mercado internacional, las negociaciones de valores en las bolsas ecuatorianas marcaron un récord histórico desde la adopción del dólar, alcanzando \$ 5.183 millones, un crecimiento de 49% con respecto al año anterior. Aunque la mayor parte de negociaciones fueron realizadas por el sector privado, en especial mediante certificados de depósito, el sector público también contribuyó mediante la emisión de bonos del Estado (deuda interna) por \$ 352 millones al final del año (24 de diciembre) y otras emisiones. Este año, la mayor participación del sector público en las bolsas sumado a una extraordinaria operación de Cervecería Nacional (\$ 505,5 millones) realizada a inicios de octubre determinan el resultado bursátil anual.

Desde el año pasado, los inversionistas estuvieron menos dispuestos a correr riesgos debido a la incertidumbre generada en el mercado por la coyuntura política y económica, marcada, en lo nacional, por la elaboración y aprobación de una nueva Constitución y en lo internacional, por la crisis financiera estadounidense y sus efectos en otros países. Esto no frenó la actividad bursátil nacional aunque sí significó un cambio en la estructura de plazos. En la Bolsa de Valores de Quito, aunque el año pasado el monto efectivo negociado de valores a liquidarse en un plazo mayor a 360 días (\$ 1.045 millones) superó las negociaciones de corto plazo (\$ 1.316,7 millones), la preferencia de los inversionistas por valores de corto plazo fue mayor. Así, en 2008 mientras las negociaciones de papeles de largo plazo crecieron 27,7% anual, las de corto plazo (inferiores a un año) crecieron 87% anual. Específicamente, en la Bolsa de Quito, las negociaciones de papeles de un rango de 31-60 días crecieron 117% anual; las de 61-90 días, 184% anual y las de 91-180 días, 59% anual.

Las bolsas ecuatorianas no bailan al compás de la región

A pesar de los avances del mercado de valores ecuatoriano, éste aún es

RECUADRO 1

BOLSA DE LIMA: LA MÁS RENTABLE DEL MUNDO EN PLENA CRISIS INTERNACIONAL

A mediados de 2009, los excelentes indicadores bursátiles de la Bolsa de Lima la posicionaron como una de las más rentables del mundo. Específicamente, hasta el 12 de junio, el índice general de la Bolsa de Valores de Lima (Igbvl) subió 96% en dólares, lo que la clasificó como la bolsa más rentable del mundo, seguida por la bolsa rusa con 84%, la vietnamita con 74% y la china con 60%. Según un artículo publicado por **Alberto Arispe** en la revista *Semana Económica*, el crecimiento de los precios de los valores peruanos se debió a dos factores: 1. la percepción de menor riesgo con respecto al cuarto trimestre de 2008 y los primeros meses de 2009, lo que significó menores costos de capital para las empresas; 2. el significativo aumento del precio de varios *commodities*, lo que benefició a las empresas productoras de esos bienes que son alrededor de 60% de los índices peruanos. A fines de agosto, la bolsa peruana retrocedió, siguiendo el ritmo de Wall Street.

Según un artículo publicado el 20 de julio por el mismo autor, la inversión en la bolsa peruana ha sido rentable en los últimos 18 años (desde cuando se dispone de información) a pesar de la volatilidad en el corto plazo. Así, según Arispe, “si un inversionista hubiese comprado \$ 1.000 en la canasta de acciones de la bolsa peruana en diciembre de 1991, hoy (julio 2009) esa inversión ascendería a \$ 130.000; es decir, una rentabilidad anual promedio de 32% en 17,5 años”. Agrega que en años como 2006 la rentabilidad fue de 168% y otros como 2008 se perdió 60%. Pero “en promedio, si el inversionista no hubiese vendido sus acciones, siempre rebalanceando su posición cada vez que el índice es modificado (cada seis meses), la rentabilidad obtenida supera aquella obtenida en muchos otros negocios”. Concluye diciendo que “nadie sabe cuánto van a subir los índices bursátiles en los próximos seis meses. Pero en el largo plazo, los índices bursátiles deberían rendir el equivalente al costo de capital de las empresas. Este costo de capital, en Perú, debería estar entre 15 y 20%, las estadísticas señalan 32% anual en 18 años”.

poco dinámico con respecto a otros mercados de la región, donde incluso se negocian papeles derivados y se invierten papeles de otros países. En distinto grado, tales son los casos de las bolsas brasileña, colombiana, peruana, argentina y mexicana, entre otras. La inestabilidad económica y política sumada a la falta de cultura bursátil explican parte del bajo desarrollo del mercado de valores ecuatoriano. En el Ecuador, pocas emisiones son vendidas a terceros, debido, entre otras cosas, a la falta de voluntad de compartir la propiedad de una empresa. El país no cuenta con muchos inversionistas nacionales o internacionales.

Pero mientras el Ecuador se queda corto en vincularse al mercado bursátil internacional, la bolsa limeña se cla-

sifica como una de las más rentables del mundo (*Recuadro 1*) y tres países sudamericanos emprenden acciones para integrar sus bolsas de valores (*Recuadro 2*).

Empresas multinacionales en el ‘pequeño mercado bursátil ecuatoriano’

En marzo de 2009, la transnacional Telefónica decidió participar, por primera vez, en el mercado bursátil nacional mediante una operación de titularización. En noviembre de 2008, Nestlé, otra multinacional radicada en el país, también optó por financiarse en las bolsas nacionales mediante la emisión de títulos sobre flujos futuros de cobranza. Si el mercado bursátil ecuatoriano es pequeño o poco desarrollado,

RECUADRO 2

COLOMBIA, PERÚ Y CHILE TRABAJAN POR UNA SOLA BOLSA

A fines de octubre, los reguladores del mercado de valores de Colombia, Perú y Chile firmaron un memorando de entendimiento sobre la futura integración de las tres bolsas. El objetivo es estructurar una sola bolsa con un tamaño similar al de la bolsa brasileña, la más grande de Sudamérica. Si el acuerdo se concreta, por medio del mismo sistema, los inversionistas podrían acceder a papeles emitidos en los tres países, lo que facilitaría el financiamiento de las empresas que emitan papeles en esas bolsas. Es decir, tanto los inversionistas como los emisores de los tres países podrán realizar sus transacciones en cualquiera de las tres bolsas. El Ecuador no es parte del acuerdo.

¿cuál fue la motivación de estas empresas para incursionar en él? Según el director financiero de Movistar, **Luis Granja**, los costos de financiamiento de mediano y largo plazo son más convenientes en las bolsas que en los créditos bancarios. Además, a inicios de año,

los bancos nacionales restringieron el crédito de largo plazo (o las condiciones fueron menos favorables que las de la bolsa) y financiarse en el exterior no era muy fácil en la coyuntura de la crisis internacional, por lo que el mercado bursátil nacional surgió como una

ENTREVISTA

"AL MOMENTO, EL MERCADO BURSÁTIL ECUATORIANO ES ATRACTIVO. TELEFÓNICA LE APUESTA AL PAÍS"

Luis Granja
Director financiero (CFO) de Movistar

Empezamos la operación de titularización a mediados de 2008 y, en abril 2009, participamos por primera vez en el mercado bursátil ecuatoriano mediante una titularización de \$ 40 millones. El objetivo era buscar fondeo de mediano y largo plazo. Somos una empresa que realizó inversiones en activos en 2008 por alrededor de \$ 150 millones y en 2009 lo haremos por aproximadamente \$ 110 millones. Para financiar parte de esa inversión decidimos incursionar en el mercado bursátil nacional. Bajo las condiciones actuales, el crédito bancario se limita al financiamiento de corto plazo para capital de trabajo. En el mercado bursátil podemos financiarnos en el mediano y largo plazo, lo que permite mantener una mejor estructura de nuestros pasivos.

Nuestro principal acreedor de financiamiento de largo plazo es el Banco Europeo de Inversiones (crédito de \$ 51 millones a 12 años plazo);

la segunda fuente es la operación de titularización, realizada a través del mercado bursátil ecuatoriano con vencimientos a tres, cuatro y cinco años. El capital de trabajo lo financiamos con créditos de corto plazo, otorgados por bancos ecuatorianos o internacionales.

Para desarrollar el mercado de valores nacional, se requiere más información de las empresas que allí cotizan y abrir más capitales. También es importante que los grandes proyectos nacionales vayan a la bolsa a través de mecanismos de titularización para levantar recursos de inversionistas pequeños. Es necesario generar seguridad jurídica y estabilidad a través de un trabajo conjunto entre sector privado y público para que el inversor esté motivado a apostar en el país en el mediano y largo plazo.

El tamaño del mercado ecuatoriano no da para tener dos bolsas de valores. Deberíamos intentar desarrollar

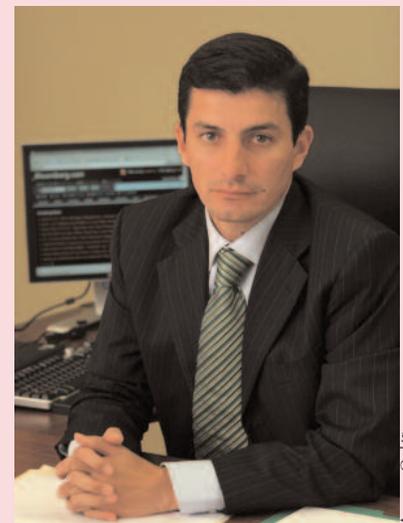
opción de financiamiento para estas grandes empresas multinacionales (ver *Entrevista*).

2010:
SE VIENE REFORMA
BURSÁTIL**Reservas mínimas de liquidez y bolsas: CFN es la mayor beneficiaria**

El 29 de mayo, el Banco Central reformó la regulación 180 y puso en vigencia la 188. Desde ese mes, parte de la composición de las reservas mínimas de liquidez que las instituciones financieras están obligadas a mantener en el BCE pueden ser en depósitos o valores de renta fija en el mercado

una de ellas y buscar sinergias con bolsas internacionales. Actualmente, el mercado inversor se ha vuelto un mercado de tasas donde se valora más el rendimiento que el riesgo.

Telefónica le apuesta al país. Consideramos que somos parte de los países donde estamos y por eso decidimos financiarnos en la bolsa ecuatoriana en lugar de hacerlo en otras bolsas. Al momento, el mercado bursátil ecuatoriano brinda tasas de financiamiento más atractivas que las de un crédito bancario y más flexibilidad en los plazos de financiamiento.



Augusto Ordóñez

nacional e internacional calificado. Mediante esta medida, el Gobierno busca, entre otras cosas, dinamizar las operaciones bursátiles. Según el presidente del Directorio del Banco Central, **Carlos Vallejo**, la mayor beneficiaria sería la CFN. De hecho, siguiendo las regulaciones del BCE sobre las reservas de liquidez, entre junio y septiembre, la CFN negoció alrededor de \$ 620 millones en certificados de inversión. Parte de éstos fueron colocados en los bancos, que utilizaron parte de esos papeles como componentes de las reservas de liquidez. Vale recalcar que luego del IESS y el Ministerio de Finanzas, la CFN es la institución pública que más transa en el mercado bursátil nacional. En cambio, pocas empresas privadas realizan emisiones y su peso es mínimo.

Dos avances puntuales en este año

En junio, el Consejo Nacional de Valores dispuso la unificación de los sistemas transaccionales de las dos bolsas del país en un lapso de 150 días. Esto contribuirá a la transparencia (sobre todo en precios) y al mejor manejo de la información del mercado. La medida empezó a regir desde el 9 de julio. Esto no implica la unión de las bolsas de Quito y Guayaquil, sino la unificación de la plataforma informática; una práctica internacional que reducirá los costos de transacción asociados a la realización de operaciones bursátiles en dos estructuras tecnológicas distintas.

Seguidamente, el 23 de julio, entró en vigencia el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DCV-BCE), un mecanismo para desmaterializar los títulos valores y, a través de ello, dinamizar el mercado bursátil y extrabursátil. La creación de este mecanismo se estipula en el Art. 60 de la Ley de Creación de la Red de la Seguridad Financiera. Según el Banco Central, el DCV-BCE “permitirá la custodia, conservación, desmaterialización, registro de transferencias, compensación y liquidación de valores que se negocian en el mercado bursátil y extrabursátil; a través de un sistema informático de alta segu-

RECUADRO 3

¿QUÉ VALORES PUEDEN SER PARTE DE LAS RESERVAS DE LIQUIDEZ?

Para que los depósitos o valores de renta fija que se coloquen en el mercado nacional sean parte de las reservas mínimas de liquidez, éstos no pueden ser captados ni emitidos por entidades relacionadas con instituciones del sistema financiero nacional, empresas del grupo financiero o de propiedad de sus accionistas. Además, para que las inversiones en valores de renta fija de emisores nacionales privados formen parte de dichas reservas, éstas deben adquirirse en el mercado bursátil y deben tener una calificación de riesgo mínima de “A”. La regulación también define la calidad crediticia mínima para las emisiones y emisores internacionales de valores de renta fija en el exterior.

ridad, mediante anotaciones en cuenta y basado en estándares internacionales”. Con la desmaterialización, se busca que los nuevos papeles emitidos no sean físicos sino electrónicos.

Se socializa la ley integral del Mercado de Valores

En julio, el Banco Central presentó el proyecto de Ley del Mercado de Valores, un extenso cuerpo legal de 294 artículos y seis disposiciones transitorias. Los principales aspectos de este proyecto se resumen en el *Recuadro 4*. Según **Luis Rosero**, miembro del Directorio del Banco Central y delegado ante el Consejo Nacional de Valores, esta ley es parte de una reforma integral que contiene otras leyes como la del Seguro Social y la de la Superintendencia de Compañías. Rosero dice que, a corto plazo, los objetivos de la reforma son:

1. Expandir y dinamizar el mercado de valores.
2. Popularizarlo.
3. Aumentar la confianza y seguridad del inversionista.

Al momento, el Banco Central trabaja en la socialización del proyecto con los principales actores: casas de valores,

bolsas de valores, administradoras de fondos, entre otros, y en los próximos meses se empezaría a discutir en la Asamblea. Vale anotar que la Corporación Andina de Fomento colaboró en la elaboración de este proyecto de ley.

Este documento fue un encargo presidencial desde fines de 2007 y, al parecer, se volvió importante para el Gobierno tras la caída del precio del petróleo a fines de 2008 y las consecuentes necesidades de liquidez del Gobierno central. El IESS ha sido históricamente la principal fuente de financiamiento interno del Estado. La Ley del Mercado de Valores junto con la de Seguridad Social fortalecerían esta práctica con la diferencia de que, en lugar del IESS, sería el Banco del Afiliado el que negocie en las bolsas por el lado de la demanda de títulos valores, convirtiéndose en uno de los principales actores del fortalecimiento del mercado de valores nacional.

El Banco del Afiliado: ¿el nuevo *market-maker*?

Según el boletín de prensa N° 19 del Banco Central, el Banco del Afiliado será primordial en la reforma bursátil. Su rol fundamental como banca de inversión sería el de hacedor del mercado (*market-maker*) por medio de la generación de liquidez y dinamismo al mercado secundario. La diferencia entre el rol que cumple actualmente el IESS y el que cumpliría el Banco del Afiliado es que, en principio, éste tendría un rol más activo en el mercado bursátil, pues participaría en la compra de papeles de Pymes, en el dinamismo del mercado secundario y en el financiamiento de proyectos del Gobierno (esta práctica no es nueva, solo que ahora las inversiones serían por proyecto).

Tres serían las funciones de esta entidad:

1. Participación en el mercado de capitales mediante la compra y venta de papeles;
2. Financiación estructurada, para financiar proyectos de inversión públicos o privados; y

RECUADRO 4

¿QUÉ PROPONE EL PROYECTO DE REFORMA BURSÁTIL?

- Formar el Banco del Afiliado como actor fundamental.
- Popularizar el mercado bursátil.
- Convertir a las bolsas en sociedades anónimas (hoy son sociedades sin fines de lucro).
- Establecer una plataforma tecnológica integrada entre las dos bolsas.
- Las bolsas de Quito y Guayaquil no se unirían para formar una sola bolsa.
- Regulación “estricta” a los grupos económicos que participan en el mercado bursátil y la oferta pública de adquisiciones que se relacionan con la toma del control de sociedades anónimas y la protección del inversionista minoritario.
- Protección al inversionista mediante la creación de dos instituciones:
 1. Superintendencia de Valores: ente especializado para auditar, vigilar, intervenir y controlar a los actores del mercado. Se establecen sanciones a los infractores.
 2. Defensor del Inversionista: canalizaría las demandas de inversionistas ante las autoridades.
- Reducción de los tiempos de trámite mediante una mayor simplificación y automatización de procesos en el sistema informático.
- Separar el ‘depósito y la custodia de valores’ de la ‘compensación y liquidación’ de los mismos. El proceso estaría a cargo del Banco Central. Esto complementaría el sistema Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores que entró en vigencia el 23 de julio pasado. Ésta es una práctica internacional.
- La ley también obligaría la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo.
- La especialización de las administradoras de fondos y fideicomisos en:
 - Fondos comunes y negocios fiduciarios: administrarían fondos de inversión abiertos y cerrados, fideicomisos mercantiles de inversión, de garantía y de titularización y los encargos fiduciarios de inversión.
 - Sociedades de titularización: gestionarían exclusivamente fideicomisos a titularizar (cartera) o de flujos futuros (por ejemplo, los peajes de una carretera).

FUENTE: PROYECTO DE LEY DEL MERCADO DE VALORES Y BANCO CENTRAL DEL ECUADOR.

3. Banca corporativa, para asesorar en ventas, fusiones y adquisiciones de empresas.

El Banco del Afiliado sería, al igual que lo es el IESS en la actualidad, el principal inversionista y dinamizador del mercado de valores. Con ello, uno de los temas estructurales del mercado asociado a los pocos inversionistas grandes no cambiaría mucho. El rol de banca corporativa es nuevo y se enfocaría principalmente en la asesoría a Pymes, pues muchas de estas empresas nunca han realizado emisiones y, por tanto, no conocen el proceso.

¿Qué implica “popularizar el mercado”?

Según Rosero, la popularización del mercado vendría por dos vías: la demanda de papeles y la oferta de papeles. Por

la primera vía, se pretende que cualquier ciudadano pueda invertir en el mercado bursátil. Para ello, se busca fraccionar los títulos en valores más pequeños. Por ejemplo, en lugar de que un solo papel se emita por \$ 10.000 dólares, se emitirían 100 papeles de \$ 100 cada uno. Para que esta idea funcione, se tendrá que trabajar tanto en el mejoramiento de la difusión de información bursátil como en el fomento de la cultura bursátil a nivel de inversionistas pequeños, lo que no ha sido y no es una tarea fácil que dé resultados inmediatos.

En cambio, por el lado de la oferta, “popularizar el mercado” significa dar un tratamiento especial a las emisiones de valores de microempresas y pequeñas y medianas empresas. Es decir, se flexibilizarían los requisitos de emisión de títulos valores, entre ellos, la calificación de riesgo, pues al momento este

proceso resulta muy costoso para estas empresas. Con esto se busca facilitar y promover el acceso al financiamiento bursátil de estos segmentos. La popularización del mercado incluiría también incentivos tributarios para aquellos inversionistas que compren dichos papeles, que son más riesgosos. El Banco del Afiliado también compraría buena parte de estos papeles.

Es necesario buscar mecanismos adecuados para que las Pymes puedan financiarse en bolsa. Pero vale tomar en cuenta el alto riesgo de las operaciones que se originaría en la flexibilización o eliminación de la calificación de riesgo para ciertas empresas. Son riesgos que quizás los inversionistas privados no estén dispuestos a asumir y el Banco del Afiliado sí, pero a un mayor costo.

Motivar y crecer en el mercado

Además de una normativa legal, dar confianza, seguridad e información completa al inversionista contribuiría en el desarrollo del mercado de valores. El riesgo de las operaciones podría disminuir si las operaciones son de largo plazo, si los precios de los títulos presentan una tendencia al alza en el tiempo (a pesar de la volatilidad en el corto plazo), si los países continúan creciendo y si las reglas del juego son claras en varios ámbitos de la economía. En el Ecuador, éste no es el caso. El crecimiento económico del país contribuye a que las empresas generen mayores flujos de caja y, por tanto, impulsen su valor de mercado. Por otro lado, una ley tributaria que pretende gravar los dividendos de las compañías contrasta con la intención de dinamizar el mercado de valores y, en particular, el mercado accionario.

En teoría, las reformas en un área de la economía deberían complementarse con otras reformas y con anuncios de política alentadores. En tal caso, vale considerar que la existencia legal de una reforma no garantiza su cumplimiento. Resolver las debilidades estructurales de un mercado toma tiempo y puede ser costoso, pero para avanzar hay que dar un buen primer paso. **■**