

Historia del Mercado de Valores en el Ecuador, retos y perspectivas

Hablar de la historia del mercado de valores ecuatoriano no es simplemente revisar leyes y fechas de creación de instituciones. Es en realidad, recorrer la evolución de la economía republicana, sus ciclos de auge y crisis, su débil industrialización, sus tensiones políticas y su permanente desafío que gira alrededor de construir institucionalidad en un país estructuralmente pequeño, primario-exportador y financieramente dependiente del exterior debido a su economía dolarizada.

El mercado de valores en el Ecuador ha sido, más que un motor, un reflejo del desarrollo económico nacional. Su consolidación tardía responde a la propia historia productiva del país y a la forma en que el Estado republicano fue estructurando sus instituciones económicas.

Durante gran parte del siglo XIX y comienzos del siglo XX, la economía ecuatoriana fue esencialmente agroexportadora. Primero el cacao (finales del XIX y primeras décadas del XX), luego el banano (desde los años 50), y más adelante el petróleo (desde 1972), estructuraron el modelo económico.

En este contexto, el financiamiento empresarial no provenía de un mercado de capitales organizado, sino de:

- Capitales familiares.
- Casas comerciales.
- Bancos privados vinculados a élites regionales.

El Código de Comercio de 1906 incluyó disposiciones relacionadas con la bolsa de comercio como institución jurídica, pero aquello no fue suficiente para estructurar un mercado bursátil funcional. La institucionalidad existía en el papel, pero con una realidad económica distinta, una baja industrialización, concentración de riqueza en pocas familias y escasa cultura financiera del público.

La crisis cacaotera de los años 20, la inestabilidad política crónica y la debilidad del sistema financiero impidieron cualquier intento serio de consolidar un mercado organizado de valores.

En 1935 se estableció en Guayaquil la denominada Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A., pero tuvo una corta existencia (1935-1936). Esto, explicado principalmente porque no existía volumen suficiente de empresas organizadas como sociedades anónimas, bajo ahorro interno y poca confianza institucional.

El Ecuador de los años 30 era un país con baja estructura industrial, escasa profundidad financiera y alta volatilidad política. No existía una masa crítica de emisores ni inversionistas que justificara un mercado bursátil estable, lo que demuestra que los mercados no solo se crean por decreto o normativa, necesitan una base económica real.

El verdadero punto de inicio se produce con la creación en 1965 se crea la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional (CFN), con una orientación de promoción industrial.

Este período coincide con:

- Políticas de sustitución de importaciones.
- Crecimiento del aparato estatal.
- Mayor intervención pública en el crédito.
- Fortalecimiento de la CFN como brazo financiero del Estado.

En 1969 se dispone el establecimiento formal de las bolsas de valores en Quito y Guayaquil, bajo el control de la Superintendencia de Compañías. Finalmente, en 1970, ambas bolsas inician operaciones.

Sin embargo, su desarrollo fue limitado. La Ley de 1969 (Ley 111) tuvo efectos modestos y el mercado giró principalmente en torno a títulos del sector público. El sector privado tuvo una participación reducida, lo que revela una característica estructural que aún persiste y es el hecho que el mercado ecuatoriano ha sido históricamente más un mercado de renta fija que de renta variable (este segundo demuestra otra importante característica de la economía ecuatoriana, el ahorro interno no es de largo plazo y busca en la mayoría de casos ser predecible, en promedio el ecuatoriano es averso al riesgo).

En 1972 inicia la era petrolera con la dictadura militar y la explotación del crudo amazónico. Los ingresos fiscales se multiplican y el Estado se convierte en el principal actor económico.

Paradójicamente, este auge petrolero no consolidó el mercado de valores, debido a que el financiamiento del desarrollo se canalizó vía:

- Endeudamiento externo.
- Banca pública.
- Créditos multilaterales.

El mercado de capitales quedó relegado y no fue una vía de canalización del ahorro interno. En lugar de financiar empresas a través de emisión de acciones u obligaciones en bolsa, el país dependió del crédito internacional, esto adicionalmente llevó al país a una crisis de deuda en la década siguiente.

Esto marcó una diferencia estructural frente a economías como Chile, donde las reformas de mercado en los años 70 y 80 impulsaron un mercado de capitales profundo y articulado con el sistema de pensiones.

La crisis de deuda externa de 1982 golpeó severamente al Ecuador. Se evidenció la fragilidad del modelo basado en endeudamiento externo. En este contexto, América Latina comenzó procesos de liberalización financiera. Nuestras bolsas de valores ya generaban movimiento, siendo su principal actor como inversionista institucional el IESS, quien adquiría principalmente títulos emitidos por la banca, como son las cédulas hipotecarias (y en menor volumen cédulas prendarias), instrumentos que apoyaron de manera importante al desarrollo del sector inmobiliario. El mercado de valores por lo tanto requería de una reforma normativa integral, modernizando las reglas de juego con el objeto de potenciar su crecimiento. Así, la primera Ley de Mercado de Valores se expide el 28 de mayo de 1993, donde sus principales aportes fueron:

- Constitución de las casas de valores, a partir de lo que antes fueron los tradicionales agentes de bolsa

- Depósito centralizado de valores.
- Transformación de bolsas a corporaciones civiles sin fines de lucro.
- Marco más claro para emisores privados.
- Creación de las fiduciarias y fondos de inversión.
- Creación de un ente regulador, denominado Consejo Nacional de Valores.

Este período coincide con reformas estructurales, apertura económica y modernización institucional. La Ley de Mercado de Valores de 1993 se redacta tomando como ejemplo la normativa de países vecinos, por lo que inicia como una Ley bastante moderna y que aportaría a constituir al mercado de valores como un motor de crecimiento de la economía y el sector productivo nacional. El nuevo mercado de valores inicia con un importante empuje por parte de actores institucionales, como son el IESS, los Fondos de Inversión y la banca privada (quienes entraron a competir constituyendo la mayor parte de casas de valores), así como varias emisiones de bonos corporativos, algo nuevo en nuestro mercado a ese momento. Un hito importante constituye la privatización de La Cemento Nacional (actualmente Holcim Ecuador), cuyas acciones se negociaron a través de bolsa y de las que inclusive se crearon ADRs¹, que se transaron en la Bolsa de Nueva York. Se constituye además la primera bolsa de valores electrónica del país, la Bolsa de Valores del Austro, en Cuenca, sin embargo, lamentablemente tuvo un corto período de existencia, ya que el volumen era escaso para la existencia de tres bolsas de valores en el país. Pero posteriormente, en el último lustro del siglo pasado, vinieron algunos eventos que frenaron el dinamismo con el que arrancó nuestro mercado, y como son: el conflicto bélico con el Perú en 1995, el fenómeno de El Niño entre 1997 y 1998 (uno de los más intensos registrados), la crisis de las sociedades financieras y luego la crisis bancaria a finales del siglo 20. Además, la cultura bursátil seguía siendo limitada y la mayor parte del ahorro continuaba en el sistema bancario.

La crisis financiera de 1999 marcó un antes y un después en la historia económica republicana, generando:

- Quiebras bancarias.
- Congelamiento de depósitos.
- Pérdida masiva de confianza.
- Migración masiva.
- Default de deuda externa.
- Dolarización

Desde la perspectiva del mercado de valores, la dolarización tuvo efectos estructurales:

- Eliminó el riesgo cambiario interno.
- Redujo la volatilidad macroeconómica.
- Impuso la necesidad de tener disciplina fiscal para sostener el modelo económico
- Limitó la política monetaria y por tanto controló la inflación

La estabilidad nominal derivada de la dolarización permitió que el mercado de renta fija corporativa se desarrollara en un entorno de mayor previsibilidad financiera. No obstante, el mercado accionario ecuatoriano nunca alcanzó un nivel significativo de profundidad ni

¹ American Depositary Receipt (certificado para negociar acciones extranjeras en EEUU)

de liquidez. Esta limitada actividad bursátil dificulta la generación de indicadores robustos de riesgo de mercado y de riesgo sistémico, herramientas fundamentales para el análisis financiero y la toma de decisiones de inversión. Como consecuencia, el país dispone de menos referencias comparables para evaluar el desempeño y el costo de capital de las empresas, lo que puede restar atractivo a los ojos de grandes corporaciones o grupos económicos internacionales al momento de considerar inversiones en el Ecuador. Cabe señalar, sin embargo, que este factor no explica por sí solo dicha situación, ya que intervienen también otros elementos estructurales de carácter institucional, macroeconómico y regulatorio. El tamaño reducido de la economía y la estructura empresarial (empresas familiares reacias a abrir capital) limitaron el crecimiento del mercado accionario.

En 1998 se reforma la Ley de Mercado de Valores, y posteriormente una vez más mediante la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (2014).

En 2014 se promulga el Código Orgánico Monetario y Financiero – COMF, que integra dentro de una arquitectura única la regulación monetaria, financiera y de valores. Este cuerpo normativo crea la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, centralizando el diseño normativo. No necesariamente este modelo podría ser el más eficiente: en la mayoría de países existe un ente supervisor del mercado de valores especializado e independiente.

La Ley de Mercado de Valores queda incorporada como Libro II del COMF, este proceso refleja una tendencia regional: fortalecer la supervisión y reducir la fragmentación regulatoria tras las crisis financieras globales (incluyendo la de 2008).

Hoy el mercado de valores ecuatoriano presenta ciertas características definidas:

- Predominio de renta fija sobre renta variable.
- Alta concentración en pocos emisores.
- Escasa liquidez secundaria.
- Mercado fragmentado entre Quito y Guayaquil.

El mercado accionario es reducido en comparación regional. La mayoría de empresas prefieren financiamiento bancario o emisión de deuda antes que abrir capital. Esto tiene raíces culturales (empresas familiares), regulatorias y estructurales (tamaño del PIB).

Comparativa regional: ¿dónde está Ecuador?

1. Chile

Probablemente el mercado más profundo de la región andina. Impulsado por:

Reforma previsional de los años 80.

Fondos de pensiones como inversionistas institucionales fuertes (AFPs).

Alto volumen de renta variable.

Chile desarrolló un mercado accionario robusto, con integración regional (MILA), que ahora ha avanzado y modernizado y ahora se llama el Nuevo Mercado Abierto – NUAM.

2. Colombia

- Mercado más dinámico.
- Bolsa de Valores de Colombia unificada.
- Desarrollo importante en deuda pública y privada.
- Integración con Perú, México y Chile vía MILA-NUAM.

3. Perú

- Mercado más pequeño en comparación con Chile, pero con mayor profundidad que Ecuador.
- Alta participación del sector minero.
- Integración regional activa.

Mercado doméstico (Ecuador).

- Sin integración regional relevante.
- Baja capitalización bursátil respecto al PIB.
- Fuerte dependencia de valores de renta fija.

En términos relativos, Ecuador tiene uno de los mercados menos profundos de la región, tanto en capitalización bursátil como en liquidez. El país sin embargo, de manera acertada se ha unido a la iniciativa AMERCA con las bolsas de la región Centroamericana y del Caribe, pero esto no ha avanzado debido a otras circunstancias que tienen relación con la seguridad jurídica y modernización de los depósitos centralizados de valores.

El mercado ecuatoriano enfrenta desafíos estructurales:

- Profundización del mercado accionario.
- Digitalización y modernización tecnológica.
- Integración regional.
- Desarrollo de instrumentos alternativos .
- Corrección de problemas internos alrededor de los depósitos de valores y la estabilidad jurídica.

El desarrollo del mercado de valores ecuatoriano ha estado estrechamente vinculado al contexto macroeconómico y político del país. Su evolución no ha seguido una trayectoria lineal, sino que ha estado marcada por episodios de crisis, reformas institucionales y ajustes regulatorios que han moldeado su funcionamiento a lo largo del tiempo.

El Ecuador debería transitar desde un mercado predominantemente orientado a la colocación primaria de instrumentos de deuda hacia un mercado de capitales caracterizado por mayor liquidez en el mercado secundario, innovación financiera y una participación más amplia de inversionistas institucionales y privados. Esto incluye el ahorro interno de largo plazo, con un solo Fondo de Pensiones (BIESS), mismo que al momento se encuentra administrado por el gobierno central y donde quien preside su comité de inversiones es el Ministro de Economía y Finanzas (su mayor deudor), generando un conflicto de intereses dado que genera que se convierta en una fuente de financiamiento del Presupuesto General del Estado.

En buena medida, la historia del mercado de valores ecuatoriano refleja el esfuerzo por consolidar una institucionalidad financiera dentro de una economía de escala relativamente pequeña, altamente dependiente de exportaciones primarias y que, durante

buena parte de su vida republicana, ha experimentado episodios recurrentes de inestabilidad política y económica.

Desde el intento fallido de establecer una bolsa de valores en 1935 hasta la arquitectura regulatoria vigente bajo el Código Orgánico Monetario y Financiero, el mercado ha evolucionado de manera gradual, adaptándose a coyunturas críticas como la crisis de la deuda externa en la década de los ochenta, la crisis bancaria de 1999 y el proceso de dolarización que redefinió el entorno monetario del país.

Los desafíos del mercado de valores ecuatoriano van más allá del ámbito estrictamente normativo. Se trata, más bien, de retos estructurales que implican ampliar la base empresarial susceptible de acceder al financiamiento bursátil, fomentar una mayor cultura de inversión, fortalecer la liquidez del mercado y lograr una conexión más efectiva entre el sistema financiero y las necesidades de financiamiento de la economía real, esto debido a que el sistema bancario ha monopolizado el mercado del financiamiento y no ven al mercado de capitales como un complemento, si no como competencia.

Conceptualmente, y como conclusión un mercado de valores no se define únicamente por su marco legal o por la existencia de determinadas instituciones. Es un reflejo del nivel de confianza, del grado de formalización empresarial y de la profundidad financiera que ha alcanzado una economía.