

**La respuesta de la Bolsa de Valores de Caracas en los cambios estructurales del mercado de capitales venezolano (transcripción)**  
**Nelson Ortiz, presidente de la Bolsa de Valores de Caracas**

Ante todo, quería agradecerles no sólo su presencia, sino su paciencia. La verdad es que me llama positivamente la atención ver la lealtad de esta audiencia, porque algunos temas son más áridos, otros menos áridos, pero se han mantenido firmes acá. Y, para los que no lo sepan, abajo hay un salón con un monitor para el público que no pudo entrar a la sala. Entonces, gracias a los participantes por su apoyo y espero que salgan satisfechos de lo que ha sido esta larga jornada. Así mismo, quisiera agradecer a nuestros coayudas, a nuestros copatrocinantes o a nuestros colegas participantes, como la Corporación Andina de Fomento, la Asociación Venezolana de Casas de Bolsas, la Universidad Central de Venezuela y a nuestro anfitrión, el Banco Central de Venezuela, así como también quisiera dar las gracias a mis colegas de la junta directiva de la Bolsa de Valores de Caracas.

Pocos mercados de capitales han tenido cambios estructurales tan profundos y tan significativos como el que ha sufrido la Bolsa de Valores de Caracas; cambios que en gran medida han estado vinculados a transformaciones que han ocurrido dentro del sector privado venezolano. En un plazo de aproximadamente 13 o 15 años, nosotros hemos visto cómo, mientras la mayor parte de las economías latinoamericanas -como ya algunos de los que me antecedieron en la palabra nos presentaron- tuvieron comportamientos muy favorables, altamente positivos, comportamientos que, entre otras cosas, se tradujeron en la multiplicación del tamaño de sus bolsas -el tamaño, sobre todo, tanto de los negocios de renta fija como en el negocio de renta variable-, la Bolsa de Valores de Caracas y el mercado de capitales en Venezuela, desafortunadamente, tuvieron una tendencia diametralmente opuesta.

Hace 15 años, Venezuela era posiblemente el tercer mercado en capitalización en la región, detrás de Brasil y México. En ese momento, creo, México tenía alrededor de 12.000 millones y Brasil tenía alrededor de 30.000 millones; Brasil hoy en día se acerca a los 300.000 millones, si no más, y México supera los 200.000 millones. Venezuela, en cambio, es una fracción de lo que era en ese momento; ahí están las cifras y están a tasas oficiales. Si acudiesen al mercado, aparte de que no se puede hacer en esta casa, presentar otras cifras que no estén a dólar oficial, posiblemente esa cifra sería más baja.

Pero incluso esa cifra, si se ve con más detalle, pudiese ser aún mucho más dramática, ya que 6.800 millones corresponden, en primer lugar, a una acción que no existía en el año 1991, que es la Cantv. La empresa fue privatizada en el año 1991 y hecha pública o llevada al mercado en el año 1996 y representa aproximadamente 40% de ese total. Así mismo, si nosotros consideramos que aproximadamente de los otros tres mil y tantos millones restantes, como 80% de ese total, está en los inversionistas extranjeros, básicamente estratégicos, empresas como Banco Provincial, como Banco de Venezuela, como Cemex,

que en el pasado fueron empresas venezolanas y hoy en día están en manos extranjeras, tenemos que la parte del mercado de capitales de renta variable que está en manos de venezolanos no llega a los mil millones de dólares; o sea, que la verdadera cifra que uno tiene que comparar para ver la magnitud de la caída son los 13 mil millones de dólares que teníamos en el año 1991 con los mil millones de dólares en manos de capital venezolano, donde apenas tres empresas de las que se cotizan en la bolsa valen más de cien millones de dólares, son tres bancos: Banco Venezolano de Crédito, Banco Mercantil y Banesco. Todo lo demás vale menos de cien millones de dólares.

Así mismo y tan significativo como este indicador, es lo que representa con respecto al Producto Interno Bruto, que es una de las formas para medir la madurez de un mercado de capitales, la importancia de un mercado de capitales, la importancia, en general, de una economía privada en relación con el total de la economía. Vemos que luego de tener niveles cercanos a 30%, muy superiores a las cifras en la región que nos enseñaba Ellis Juan, del Banco Mundial, que hoy en día, siendo bajos, están entre 12% y 15%, nosotros estamos en niveles de aproximadamente 4% del PIB. Una economía desgarrada, para que tengan idea, pudiera oscilar entre 30% y 70%; inclusive, hay economías que tienen de 70% a 80% de valor de su capitalización de mercado en relación con el Producto. Igualmente, los montos de negociación han caído significativamente y eso es un tema también ampliamente conocido por muchos de los acá presentes. Nosotros, no hace mucho, en el año 1997, que fue el último año, diría yo, de volúmenes significativos en la Bolsa de Valores de Caracas, un día normal hacíamos de 25 a 30 millones de dólares para caer a niveles de 30, 50 u 80 mil dólares hace aproximadamente un año. Si nosotros vemos la magnitud de la caída es más de 99% de su valor.

¿Cuántos mercados de capitales, cuántos sectores, cuántas industrias en este país han tenido caídas de 99%? Yo creo que no son muchas. Y que hayan podido resistir y sobreponerse a esas coyunturas, no son muchas. Lo más triste en el caso de Venezuela es que es un caso de involución, un caso digno de estudio, ya que no sólo en términos cuantitativos, como lo demuestran las cifras que acabamos de ver, sino también cualitativamente, pues el mercado de capitales venezolano -básicamente representado por lo más emblemático que es la Bolsa de Valores- hace 35 años estaba muy a la vanguardia, no solamente en su tamaño, sino en términos, como les decía, cualitativo. Elementos como un mercado altamente atomizado, que es una de las cosas que también indica su madurez y que uno busca. Ustedes recuerdan los programas de tratar de llegarle a un número muy amplio que tenía La Electricidad de Caracas en ese momento y que el mismo Banco de Venezuela también tenía, que eran tal vez las dos empresas más importantes en ese momento del mercado. Ambas empresas, para hablar solamente de las empresas líderes, de las más conocidas, al igual que otras, tenían unas políticas estables de dividendos y conocida. Había gente que, de hecho, hacía sus fondos de retiro con acciones de La Electricidad de Caracas y con acciones del Banco de Venezuela, que daban regularmente dividendos. Así mismo, tenían gobiernos corporativos independientes, que es una tendencia que aun en mercados desarrollados, hoy en día, vemos que no están del todo presente, sobre todo luego de los escándalos del mundo corporativo de los últimos dos o tres años. En Venezuela había muchas empresas con gobiernos corporativos independientes y finalmente también tenemos que había un marco legal que promovía la democratización del capital y una baja concentración de este. En particular hubo leyes que fueron creadas para incentivar y daban una serie de beneficios fiscales, las

llamadas Saica en su momento, para que fuera más amplio el número de participantes y el tema que en parte nos reúne acá, el de la democratización del capital y de atención a los pequeños inversionistas o pequeños ahorristas.

Ahora bien, ¿qué pasó en el caso de Venezuela? Básicamente tuvimos cambios estructurales muy importantes, que si se quiere comienzan con dos Opas muy emblemáticas sobre las dos empresas a su vez más significativas y más tradicionales del mercado de capitales de Venezuela, como lo fueron el Banco de Venezuela y La Electricidad de Caracas. Ambas Opas fueron fallidas en su momento. En el caso del Banco de Venezuela ustedes saben la historia, terminó siendo estatizado y cayendo en manos de Fogade y parte de ese intento fue uno de los elementos que contribuyó a la crisis financiera del año 1994. Así también fue la otra Opa, la Opa de La Electricidad de Caracas, ya que algunos bancos participaron activamente también en ella a pesar de no ser una empresa del sector financiero. Entonces, estas Opas debilitaron significativamente al sistema financiero venezolano y, entre otras cosas, entre otros elementos que vamos a ver más adelante, contribuyeron a la crisis financiera del año 94 y contribuyeron, a su vez, a que aproximadamente dos terceras partes del sector privado venezolano desapareciera y parte de lo que quedara pasara a manos de inversionistas estratégicos extranjeros, que es el segundo tema.

Así mismo, se sucedieron y está muy vinculado al hecho de la entrada de los inversionistas estratégicos, cambios en el entorno económico y político a lo largo de estos años. En primer lugar, una alta volatilidad macroeconómica. Venezuela, hasta el año de 1983, había sido un país relativamente estable en materia macroeconómica; a partir del año 1983 comienza a suceder una serie de shocks macroeconómicos que se van acentuando a lo largo del tiempo; choques macroeconómicos que, entre otras cosas, se tradujeron en tasas muy altas de interés, en fluctuaciones muy importantes en el tipo de cambio que, a su vez, obviamente, golpearon mucho al sector privado venezolano. De hecho, las dos Opas que les mencioné anteriormente tuvieron un impacto muy significativo por el hecho de que la tasa de apalancamiento a la cual comenzaron a realizarse fue significativamente diferente a la tasa a la cual concluyeron. Recuerden que en el año 1993 las tasas de interés superaron el 100%. Así mismo, el tipo de cambio pasó de niveles de 60, 70 bolívares por dólar a niveles superiores a los 500 en un plazo, aproximadamente, de dos a tres años.

Igualmente, debo reconocer que uno de los temas que ha golpeado, y por lo cual a lo largo de estos años se nos fue debilitando el mercado, es que sentimos que para los actores y para el responsable de las políticas públicas en el país, el tema del mercado de capitales es un tema que siempre fue visto de una manera superflua, de una manera ligera, no con la debida importancia que nosotros sentimos que tiene; y no porque seamos unos actores fundamentales, sino por el hecho, y eso está demostrado y está visto, de que la contraparte de no tener mercado de capitales es simplemente la fuga de divisas. El hecho de que financemos y estimulemos otros mercados de capitales en otros países; el hecho de que financemos y de que alentemos la promoción de talento en otros países, así mismo, paradójicamente, dificulta a los propios responsables de las políticas públicas una realización mucho más eficiente de sus políticas fiscales, de sus políticas monetarias y de su propia política cambiaria.

También tenemos eventos que en lo político cambiaron mucho al país, como fue el 4 de febrero de 1992. De hecho, parte de los problemas por los cuales las tasas de interés suben tan significativamente y por lo cual el entorno también se hace todavía mucho más complejo fue el comienzo de un ruido político en el país que ha permanecido con diferentes variantes, a veces sube, a veces baja, a partir de ese momento y de la crisis financiera del año 94 que les mencioné.

¿Cuál ha sido la respuesta de la Bolsa de Valores de Caracas ante estos cambios tan significativos? En primer lugar, obviamente, como ocurre en cualquier empresa ante un shock de estas magnitudes, comenzamos internamente a absorber el golpe. La Bolsa de Valores de Caracas se reestructuró significativamente: de más de ciento y tantas personas que era, la estructura fue reducida a una tercera parte y en paralelo con eso otra cantidad de medidas muy significativas de reducción.

Ahora bien, con una caída de 99% en nuestra fuente de ingresos eso no es suficiente para hacerle frente. Si hubiese sido eso, posiblemente hubiera sido necesario dejar a tres o cuatro personas manejando el negocio, con lo cual técnicamente no era viable, y estamos claros en que el problema central de la Bolsa de Valores de Caracas y del mercado de capitales venezolano es un tema equivalente a ver un supermercado al que se le va agotando la mercancía. Entonces, nosotros no podemos tener un supermercado con determinados metros cuadrados y determinado tamaño –que, básicamente hablando de tamaño, son el número de actores en el mercado, los intermediarios que existen ahí- si no tenemos productos que vender. Fue así que nos decidimos activamente a buscar nuevas fuentes de negocio y afortunadamente nos encontramos con un aliado que entendió muy bien la dimensión del problema al cual nos enfrentábamos: el Banco Central de Venezuela. No es casual que esta tarde estemos reunidos aquí en el Banco Central de Venezuela. El BCV, a lo largo de esos últimos dos años, ha entendido la significación de tener un mercado de capitales mucho más profundo y mucho más activo, y ya María Cecilia López de Ruocco, del instituto emisor, nos explicaba –y no voy a entrar en detalle porque ella lo hizo- cómo surgieron los Repos en el año 2001, cómo fue una primera respuesta para buscar nuevos activos transables. Desafortunadamente, como ocurre en estos problemas de prueba y error, no fue el más exitoso de los productos, pero fue un primer intento y sobre todo que a nosotros nos dejó muy optimistas por sentir que teníamos un respaldo institucional importante.

Entramos en una segunda aventura, de la cual, para serles franco, tampoco salimos bien parados, que fueron las llamadas “Joyas de la Bolsa”. Básicamente creamos tres nuevos productos, justamente conscientes de la necesidad de crear nuevos activos financieros que fueran negociados en la Bolsa de Valores de Caracas. Nosotros, de verdad –y si alguien técnicamente debió haber conocido su viabilidad era la gente que se sentaba tanto en la junta de la bolsa como en nuestra asamblea de accionistas, donde hubo discusiones sobre el timing, siempre en Venezuela el timing va a ser un problema y si es por eso siempre vamos a ir pateando las cosas hacia delante-, decidimos tomar los riesgos y salir, y nuevamente no nos fue bien. Hicimos una inversión considerable, cercana al medio millón de dólares, en promoción y en la estructuración de los productos y básicamente ¿qué eran estos productos? Eran tres fideicomisos o tres joyas: denominamos a unos rubíes, que eran títulos que tenían como activo subyacente bonos de la deuda externa venezolana denominados en

dólares, básicamente eran DCB y Bonos Globales 27. Un segundo fideicomiso o una segunda joya que denominamos perla, que eran activos subyacentes de DPN y, finalmente, uno que denominamos esmeralda, que tenían como activos subyacentes a las principales empresas o a muchas de las principales empresas del primer mundo, empresas que estaban distribuidas sectorialmente y empresas que estaban geográficamente también distribuidas, estaba la Shell de Gran Bretaña, teníamos a Toyota de Japón, teníamos a IBM de USA y a Mac Donalds y quisimos inclusive encontrar nombres para el público común, no sofisticado, para que identificase los nombres, cualquier venezolano común conoce Coca Cola, conocía el Citibank, conocía a Mc Donalds.

¿Fue buena idea o no fueron buenas ideas las joyas? Yo se los puedo decir y vean ustedes los rendimientos que obtuvieron aquellas personas o los pocos que creyeron e invirtieron en las joyas. Los que compraron perlas hace dos años justo han tenido rendimientos en bolívares de 120%. Los que invirtieron en esmeraldas han tenido un rendimiento de 219% y los que creyeron más en los rubíes, un rendimiento cercano a 330%. Entonces ustedes mismos tienen su respuesta acerca de si era o no era un buen producto y si fue o no fue una buena idea ¿Qué pasó? ¿Por qué no funcionó? Es un tema complejo, pero sin lugar a dudas hay una combinación con un elemento, la capacidad de distribución y de venta y de promoción de las casas de bolsa estaba generalmente destruida. Entonces, es un caso típico de algo que nosotros consideramos que fue un buen producto pero que, por otro tipo de razones falló. En este caso no anticipamos que las casas de bolsa habían sido prácticamente desmanteladas y que eso que yo les dije que en el caso de la Bolsa de Valores no era posible, de haber pasado de una estructura de ciento y tantas de personas a una estructura de una tercera parte de lo que era, o menos todavía, porque somos cuarenta y tantas personas, 32 personas hoy en día, en el caso de las casas de bolsa sí lo hicieron, habían casas de bolsas donde se quedó el dueño, la secretaria y el mensajero, entonces, la capacidad de venta de estos actores era tristemente muy limitada.

Ahora bien, finalmente llegamos a un caso exitoso, los Vebonos, que salieron en diciembre del año 2002. Vebonos que, entre otras cosas, vinieron a ser una tabla de salvación porque incrementaron significativamente el volumen de transacciones y de negociaciones que hace la Bolsa de Valores de Caracas; fíjense como inclusive en el tiempo los volúmenes fueron creciendo. El hecho de que más recientemente haya habido un decrecimiento obedece básicamente a dos razones: una razón técnica, algunos actores comenzaron a acumular o esos bonos que fueron emitidos en su primera etapa, en su mercado primario, a muy pequeños tenedores de esos papeles, que eran básicamente los profesores y empleados de las universidades, los fueron vendiendo a inversionistas un poco más estructurados que fueron acumulando posiciones mayores y que creyeron en estos productos; entonces, en la medida en que se fueron consolidando el volumen de transacciones fue bajando. Pero también tenemos un problema técnico de comienzos de año, que es el hecho de las emisiones, que también nos presentó María Cecilia, que hizo el Ministerio de Finanzas, producto de su necesidad de reestructurar pasivos para el año 2004 y 2005, ante lo cual era muy difícil competir con los Vebonos o con cualquier instrumento. Nadie puede competir con quien le venda dólares a 1.601 bolívares o a 1.920 bolívares; entonces, esa es otra de las razones por las cuales cayeron significativamente estas operaciones. Sin embargo, si vemos los niveles promedio y una de las cosas significativas que pasaron, notamos que en la medida en que las casas de bolsa tenían productos para ofrecer a sus clientes, los fueron

rotando hacia el mercado de acciones en la medida en que subían de precio o que ya sentían que los rendimientos eran menos atractivos. Y así, el mismo mercado de acciones que llegó a tener los niveles que les mencionaba, de 30, 50, 70 mil dólares diarios, hoy en día nos llevó a niveles de millón, millón y medio de dólares diarios comparado con un nivel también de tres, tres millones y medio que a veces tenemos en Vebonos, por lo cual tenemos un mercado que pudiéramos decir que está en torno a los cuatro millones de dólares al día con la siguiente distribución (hablamos del año 2003), 70% en Vebonos, 20% en renta variable y mientras tuvimos los Bradys, en el poco tiempo, antes de que la legalidad nos hiciera o no nos permitiera seguir transándolos, llegaron a significar 11% del mercado total.

No contentos con esto, con quedarnos sólo con los bonos, seguimos trabajando arduamente. Encontramos otros dos nichos de negocios, uno de los cuales fue la renta fija privada, donde básicamente comenzamos a transar papeles de renta fija privada, entre otras cosas, para tomar ventajas de lo que significa que las operaciones en la bolsa estén exoneradas del Impuesto al Débito Bancario y, en general, también por la transparencia. Y ahí debemos agradecerle a una empresa en particular que lo vio desde el principio y que nos ha apoyado en eso, que es La Electricidad de Caracas. Ellos han sido unos participantes muy activos y a partir de que La Electricidad de Caracas comenzó a incursionar en eso otras empresas en Venezuela comenzaron a hacer lo mismo y se ha convertido en una fuente importante de ingresos crecientes para la Bolsa de Valores.

Y finalmente, tenemos algo que hemos estado esperando desde hace tiempo y que nos anunciaron que viene la semana próxima, que es la llamada renta fija pública, que pensamos va a ser finalmente la consolidación del mercado de capitales venezolanos o esta nueva etapa en el mercado de capitales venezolanos y en la Bolsa de Valores de Venezuela. Y más importante que eso, el disipar cualquier temor o cualquier rumor de que la Bolsa de Caracas desapareciera.

Ahora bien, ¿cómo se traducen? Porque al final todas las cosas hay que ponerlas, como dice uno, en concreto, o en números, o en blanco y negro, y ya con esto si concluyo, para no irme muy atrás. Fíjense cómo, a pesar de las caídas significativas de volúmenes, los resultados operativos de la Bolsa de Valores de Caracas cambiaron significativamente. Afortunadamente, en los años 2000, 2001, 2002 nos pudimos mantener básicamente gracias a dos elementos: en primer lugar, nuestros ahorros y los intereses que nos produjeron nuestros ahorros por tenerlos bien invertidos y, en segundo término, algunas operaciones de Opas que se sucedieron, como fue el caso de la Opa de Mavesa; como fue el caso de la Opa de La Electricidad de Caracas; como fue una recompra que hizo Cantv que puntualmente dejaron muchos ingresos a la compañía pero no necesariamente al resto del mercado y esto sí es muy importante diferenciarlo. Una de las cosas en las cuales nosotros hemos hecho mucho hincapié es en diferenciar lo bien que le puede ir a la bolsa con lo bien que le puede ir al resto del mercado; la bolsa como compañía, porque nuevamente, señores, ha podido hacerle frente a todos estos golpes y cambios estructurales y ya hoy en día, fíjense ustedes, cuáles fueron los resultados operativos, para no decir los resultados totales. Los resultados totales: tuvimos una ganancia cercana o superior a los cuatro mil millones de bolívares, básicamente por una serie de operaciones extraordinarias pero operativamente, que es lo significativo, fíjense cómo revertimos una estructura de pérdida

cercana a los 800 millones de bolívares a una utilidad en torno a los 600 millones de bolívares y nuevamente este año vamos a tener y estamos teniendo en los primeros cuatro meses números en positivo operativamente.

¿Qué sigue a partir de acá? Bueno, sigue en primer lugar una tarea y el reto de asumir el manejo de esta renta fija pública, en su mercado secundario que el Banco Central básicamente nos ha entregado para su manejo. Entonces tenemos ese gran reto de demostrar que, así como en el caso de los Vebonos pudimos hacerlo en una forma eficiente, también va a ser este el caso y todos somos ganadores si eso sale bien, porque el primer interesado en tener un mercado transparente y eficiente es el Banco Central de Venezuela, así como el emisor de esos papeles. En segundo término, nos hemos propuesto adelantar una campaña de mayor promoción y mayor difusión y elevar los niveles de conocimiento y de cultura del mercado de capitales y, de hecho, este seminario de hoy es parte de ese proceso. Queremos aprender de la experiencia de otros países, por eso quisimos compartir con los colegas de las bolsas de Colombia, Sao Paulo y Buenos Aires. En la reunión pasada de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, una o varias presentaciones llamaron la atención y aquellos casos, aquellas experiencias que nosotros sentimos que tenían más que dejarnos quisimos compartirlas con un mayor número de personas para que pudieran igualmente ayudarnos a extraer lecciones de esas experiencias, así como de otras, como las que nos pueden proveer los amigos de los multilaterales, los amigos de la Corporación Andina de Fomento.

Y básicamente en eso estamos en este momento, en tratar de profundizar ese conocimiento que hay del mercado y un tema muy importante -y muchos de los que están hoy aquí vienen de ese medio- es comenzar ese proceso de cultura en las universidades. Por eso es que la Universidad Central de Venezuela está compartiendo hoy con nosotros este seminario y hemos comenzado una campaña muy agresiva de divulgación en las universidades. De hecho, estuve ayer en la Universidad del Zulia, la semana antepasada estuve en la Universidad Católica Andrés Bello y así sucesivamente ha habido otra serie de aproximaciones y sentimos que eso es el futuro, porque los estudiantes van a ser los futuros inversionistas del mañana. Mientras tengamos una base más amplia de gente que entiende las bondades y los beneficios de tener un mercado de capitales, tendremos un mejor seguro de que a largo plazo el mercado de capitales venezolano no vuelva a sufrir los cambios estructurales y tan drásticos que hemos vivido en los últimos años. Muchas gracias.