



**FACULTAD DE POSTGRADO**

**TESIS DE POSTGRADO**

**LA INTEGRACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA,  
LIMITANTES Y PROPUESTA**

**SUSTENTADO POR:**

**JUAN DAGOBERTO REYES LARREINAGA  
OSMAN ROLANDO ECHEVERRÍA ALONZO**

**PREVIA INVESTIDURA AL TÍTULO DE**

**MASTER EN NEGOCIOS INTERNACIONALES**

**TEGUCIGALPA, M. D. C.**

**HONDURAS, C. A.**

**ABRIL, AÑO 2013**

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA CENTROAMERICANA**

**UNITEC**

**FACULTAD DE POSTGRADO**

**AUTORIDADES UNIVERSITARIAS**

**RECTOR**

**LUIS ORLANDO ZELAYA MEDRANO**

**SECRETARIO GENERAL**

**JOSÉ LÉSTER LÓPEZ**

**VICERRECTOR ACADÉMICO**

**MARLON BREVÉ REYES**

**VICERRECTORA DE OPERACIONES**

**ROSALPINA RODRÍGUEZ GUEVARA**

**DECANO DE LA FACULTAD DE POSTGRADO**

**JEFFREY LANSDALE**

**LA INTEGRACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA,  
LIMITANTES Y PROPUESTA**

**TRABAJO PRESENTADO EN CUMPLIMIENTO DE LOS REQUISITOS EXIGIDOS  
PARA OPTAR AL TÍTULO DE**

**MASTER EN NEGOCIOS INTERNACIONALES**

**ASESOR METODOLÓGICO**

**JOSÉ EFRAÍN DERAS**

**ASESOR TEMÁTICO**

**OTTO GUTIÉRREZ**

**MIEMBROS DE LA TERNA EVALUADORA**

**MARLON BREVÉ**

**ELOÍSA RODRÍGUEZ**

**FREDES VÁZQUEZ**



## FACULTAD DE POSTGRADO

### LA INTEGRACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA, LIMITANTES Y PROPUESTA

#### AUTORES:

Juan Dagoberto Reyes Larreinaga y Osman Rolando Echeverría Alonzo

#### Resumen

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo determinar los factores que limitan el desarrollo y la integración de las bolsas de valores en Centroamérica.

La metodología utilizada fue desarrollada en cuatro etapas, la primera consistió en la revisión y análisis de literatura en el tema bursátil, la segunda en la identificación y entrevista de expertos que tienen vínculos con las bolsas de valores de diferentes países de Centroamérica, la tercera en la recopilación y análisis de la información y la cuarta en el diseño de una ruta crítica como propuesta para el desarrollo e integración de las bolsas de valores en Centroamérica.

Se concluye que los principales factores en orden de importancia, que limitan la integración de las bolsas de valores en Centroamérica son: marco regulatorio, cultura bursátil, infraestructura (liquidación y custodia), estándares internacionales y productos. En respuesta a los objetivos de la presente investigación los autores presentan una ruta crítica, como propuesta para dar atención al proceso de integración de las bolsas de valores en Centroamérica, la cual está fundamentada en seis etapas: primera, estudio y análisis de los mercados y bolsas de valores del ámbito centroamericano; segunda, modificación y/o agregados al marco regulatorio; tercera, desarrollo de la cultura bursátil; cuarta, infraestructura; quinta, adopción e implementación de estándares internacionales; y sexta, desarrollo de productos regionales o tipos de transacción.

## Abstract

This research aims to determine the factors that limit the development and integration of the stock exchanges markets in Central America.

The methodology was developed in four stages, the first was the review and analysis of literature on stock markets; second, to identify and interview experts who operate or have a relation with the stock markets in the Central American countries; third, compiling and analyzing the collected data; fourth, designing and proposing a critical path for the development and integration of the stock exchange market in Central America.

As a result of the investigation the conclusion is that the main factors, in order of importance, which limit the integration of the stock markets in Central America, are as follows: regulatory framework, market culture, infrastructure, international standards and products. In response to the proposed objective of the present research the authors present a critical path as a proposal for the integration process of the stock exchanges in Central America, which is based on three stages: First, the study and analysis of markets and stock exchanges in the Central area; second, amendments and/or additions to the regulatory framework; third Development of the market culture; fourth, infrastructure; fifth, adoption and implementation of international standards; and sixth, development of regional products or type of transactions.

# ÍNDICE

## CAPÍTULO I: PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN

1.1	INTRODUCCIÓN.....	1
1.1.1	CONTEXTO MACROECONÓMICO DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS EN CENTROAMÉRICA .....	1
1.1.2	EFICIENCIA Y COMPETITIVIDAD DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE CENTROAMÉRICA .....	2
1.1.3	COMPONENTES DEL SISTEMA FINANCIERO CENTROAMERICANO .....	2
1.2	OBJETIVOS .....	5
1.2.1	GENERAL .....	5
1.2.2	ESPECÍFICOS .....	5

## CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1	BOLSA DE VALORES .....	6
2.1.1	ORIGEN E HISTORIA .....	6
2.1.2	CONCEPTO DE BOLSA DE VALORES .....	7
2.1.3	ORGANIZACIÓN Y PARTICIPANTES DE LAS BOLSAS DE VALORES .....	8
2.1.4	FINES E IMPORTANCIA.....	9
2.1.5	FUNCIONES .....	10
2.1.6	CARACTERÍSTICAS.....	11
2.1.7	FUNCIONAMIENTO.....	12
2.1.8	CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS.....	12
2.2	CONTEXTO DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA .....	12
2.2.1	BOLSAS OPERANDO EN CENTROAMÉRICA.....	12
2.2.2	MARCO REGULATORIO DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA.....	13
2.2.3	TÍTULOS VALORES/PRODUCTOS NEGOCIADOS.....	13
2.2.4	OPORTUNIDADES Y DESAFÍOS .....	14
2.3	INICIATIVAS Y EXPERIENCIAS DE INTEGRACIÓN DE BOLSAS DE VALORES .....	14
2.3.1	LECCIONES APRENDIDAS DE EXPERIENCIAS DE INTEGRACIÓN DE BOLSAS DE VALORES EN OTRAS REGIONES .....	14
2.3.2	INICIATIVAS DE INTEGRACIÓN EN CENTROAMÉRICA.....	15
2.3.3	PERSPECTIVAS FUTURAS DE INTEGRACIÓN.....	15

## CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO

3.1	DISEÑO Y ENFOQUE DE LA INVESTIGACIÓN .....	17
-----	--	----

3.2 TIPO DE INVESTIGACIÓN .....	17
3.3 ALCANCES DE LA INVESTIGACIÓN.....	17
3.4 POBLACIÓN Y MUESTRA .....	18
3.5 RECOLECCIÓN Y ANÁLISIS DE DATOS .....	18
3.6 ETAPAS DE LA INVESTIGACIÓN Y TIEMPO DE DESARROLLO .....	18
<b>CAPÍTULO IV: RESULTADOS Y ANÁLISIS</b>	
4.1 MARCO REGULATORIO.....	20
4.2 CULTURA BURSÁTIL.....	23
4.3 PRODUCTOS .....	24
4.4 INFRAESTRUCTURA .....	26
4.5 ADOPCIÓN DE ESTÁNDARES INTERNACIONALES .....	27
4.6 SÍNTESIS DE RESULTADOS.....	28
<b>CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES</b>	
5.1 CONCLUSIONES.....	30
5.2 RECOMENDACIONES .....	31
<b>CAPÍTULO VI: PROPUESTA PARA FACILITAR LA INTEGRACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA</b>	
6.1 CONTEXTO .....	33
6.2 SUSTENTO DE LA PROPUESTA .....	34
6.3.1 ETAPA I: (1 A 2 AÑOS).....	37
6.3.2 ETAPA II: (2 A 4 AÑOS).....	37
6.3.3 ETAPA III: (2 A 7 AÑOS).....	38
6.3.4 ETAPA IV: (3 A 5 AÑOS) .....	39
6.3.5 ETAPA V: (2 A 7 AÑOS) .....	39
6.3.6 ETAPA VI: (7 A 10 AÑOS) .....	40
6.4 PRINCIPIOS QUE FUNDAMENTAN LA PROPUESTA .....	40
6.5 PLANES DE ACCIÓN .....	41
6.6 DESAFÍOS DEL PROCESO DE INTEGRACIÓN.....	41
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>42</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>45</b>

# **CAPÍTULO I: PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN**

## **1.1 INTRODUCCIÓN**

### **1.1.1 CONTEXTO MACROECONÓMICO DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS EN CENTROAMÉRICA**

La tendencia hacia la integración de los países centroamericanos ha constituido una constante que cuenta con numerosos antecedentes en la historia de estos países. No obstante, diferentes acontecimientos políticos como el conflicto generado entre El Salvador y Honduras en 1969 y las frecuentes tensiones que tuvieron lugar entre el resto de países de la región en la década de los ochenta, debilitaron todo esfuerzo de integración.

A inicios de los noventa el Mercado Común Centroamericano (MCCA) consiguió resurgir fortalecido y renovado. Las instituciones y la normativa creada durante sus primeras dos décadas sirvieron de base para el resurgimiento de la integración en la región, al igual que su consolidación política.

En 1995 el dinamismo económico de la región centroamericana estaba dado por la actividad comercial intrarregional que representaba tan solo entre el 10% y 31% de los flujos de bienes totales, el comportamiento de algunos productos agrícolas como el café y la percepción riesgo país, que es un factor determinante de los flujos privados de inversión (Camacho, Castro, Rodríguez, 2001). Para la misma época, Centroamérica sufrió una desaceleración muy importante de su economía causando un deterioro a su estabilidad interna, sobre todo a países como Honduras y Costa Rica.

Después de la época de desaceleración, la banca tuvo un crecimiento acelerado en la región y es que justamente en el lapso de 1997 a 2007 los activos del sistema bancario crecieron en más del 100% pasando de un monto que no superaba los US\$ 20,000 millones a más de US\$ 52,000 millones en término de 10 años. Desafortunadamente, los ritmos de crecimiento no han sido homogéneos al considerar que Honduras, Guatemala y Costa Rica han sido los que más han crecido por encima del promedio regional y de forma más o menos estable (Cuevas, 2007).



Según Galindo (2010), dado que las economías centroamericanas son pequeñas parece obvio que una mayor integración de los mercados de capital sería beneficiosa. Sin embargo, la integración de los mercados de capital exige armonización en términos de políticas económicas y regulación de los mercados, al igual que la potencial creación de plataformas transaccionales comunes. El reto no deja de ser importante debido a la heterogeneidad de los marcos legales e institucionales de la región.

### **1.1.2 EFICIENCIA Y COMPETITIVIDAD DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE CENTROAMÉRICA**

En Centroamérica, la década de los noventa estuvo marcada por grandes transformaciones estructurales las cuales parecen haber promovido posteriormente un crecimiento acelerado de los sistemas financieros de la región. Luego, para el 2001 se generaron algunas condiciones desfavorables como el déficit fiscal, excesivo endeudamiento externo, entre otros factores que de alguna manera influyeron adversamente sobre la eficiencia, competitividad y estabilidad de los sistemas financieros (Camacho, Castro, Rodríguez, 2001). Países en desarrollo como los que forman parte de Centroamérica tienen la prioridad de hacer reformas financieras dentro de los programas de modernización económica con el fin de lograr mayor solvencia y estabilidad de los sistemas financieros.

Para el año 2006 Centroamérica era una de las regiones que presentó niveles muy altos de integración financiera en América Latina dada la escasa existencia de controles a los movimientos de entradas y salidas de capital. Dentro de la región centroamericana, El Salvador, Guatemala y Nicaragua presentaban los mayores índices de apertura financiera, quedando más rezagado países como Honduras (Galindo, Izquierdo y Rojas, 2010).

### **1.1.3 COMPONENTES DEL SISTEMA FINANCIERO CENTROAMERICANO**

Dentro de los componentes del sistema financiero está el mercado de valores y el sistema bancario. En Centroamérica, el proceso de consolidación bancario se torna visible a partir del año 2000. Hasta antes de este año, la estrategia de expansión de la banca nacional era intra país mediante el aumento en número de oficinas bancarias. Posteriormente, la banca centroamericana pasó de operar bajo un esquema altamente

regulado y cerrado, a otro más abierto y desregulado creando aún más expansión interna y sincronía de las reformas financieras en la región (Dubón, 2008).

En el 2006 se da un proceso de consolidación producto de quiebras y fusiones o adquisiciones que se dieron en el ámbito interno propio de la región. El principal distintivo de este tiempo fue el surgimiento y desarrollo de grupos bancarios que comenzaron a operar muy activamente a escala regional principalmente mediante arreglos y alianzas locales. Luego, en 2007 el alcance del proceso de consolidación cambió radicalmente debido al ingreso de bancos internacionales, que adquirieron los principales bancos del área, tanto por su tamaño, como por la escala de sus operaciones en toda la región llegando a ser propietarios de más del 90% de los activos bancarios en algunos países de Centroamérica.

La reciente crisis financiera mundial generada entre 2008 y 2011 en los países desarrollados como Estados Unidos de Norteamérica afectó la economía centroamericana causando una disminución de los flujos de remesas, afectando el ingreso de las familias, sus niveles de consumo y su capacidad de pago. De igual modo incidió en la disminución de las exportaciones como resultado de contracciones en la demanda internacional de materias primas y producto manufacturado. Sin embargo, para el 2011 el sistema bancario de la región centroamericana comenzó a mostrar los primeros signos de recuperación financiera (Fundación Internacional para el Desafío Económico Global, 2011).

#### **1.1.4 MERCADO Y BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA**

Hasta el 2001 todavía en Centroamérica los mercados de valores eran poco desarrollados y estaban dominados por títulos del Estado o empresas estatales. La emisión de obligaciones de mediano y largo plazo por empresas o agentes privados era muy limitada, por lo que el nivel de profundización todavía era el adecuado para la mayoría de los países de la región (Camacho, Castro y Rodríguez, 2001). Los mercados de valores continuaban siendo mercados de dinero, con instrumentos financieros y operaciones de corto plazo o dominados por títulos del Estado o entidades

públicas, en tanto que los operadores bursátiles limitaban gran parte de sus funciones a la administración de carteras más que a la asesoría de inversión o la administración de riesgos (Camacho, Castro, Rodríguez, 2001).

Para lograr el desarrollo de los mercados de valores en Centroamérica es necesario poner en marcha una estrategia regional que incorpore a todos los involucrados y responsables del éxito. Según Camacho (2001) en este proceso deben participar las bolsas de valores, los reguladores, casas y corredores de bolsas, los emisores, los custodios, las firmas auditoras y los clasificadores de riesgo. Todos estos actores son los llamados a encontrar soluciones concretas para armonizar las operaciones bursátiles de la región.

El mercado de valores, específicamente las bolsas de valores debido a su naturaleza operativa por muchos años han tratado de integrarse a nivel regional (Banco Interamericano de Desarrollo, 2003). Si bien es cierto, este proceso de integración no ha sido un proceso fácil, vale la pena continuar los esfuerzos en la búsqueda de la consolidación de las bolsas de valores. Barsallo (2005) considera que es importante lograr un mercado de valores que sea sólido, confiable y eficiente donde las empresas obtengan financiamiento al más bajo costo posible y los inversionistas logren el mejor rendimiento por su dinero.

Para el 2010 las bolsas de valores de Centroamérica aún seguían teniendo como los principales problemas la falta de prácticas uniformes de regulación y supervisión entre cada uno de los países. Esta situación conlleva mayores riesgos de incurrir en arbitrajes regulatorios y de supervisión en la región, con el consecuente perjuicio para la transparencia de los mercados, la formación de precios, la difusión de la información y, en general, para la adecuada protección de los inversionistas. Por lo tanto, resulta importante contar con estándares regulatorios y de supervisión que sean de aplicación uniforme entre países de la región y que reflejen las mejores prácticas internacionales (Banco Interamericano de Desarrollo, 2010).

Curiosamente al 2013 las bolsas de valores de Centroamérica aún siguen rezagadas, inmersas en un mercado poco desarrollado y profundo. En efecto, todavía tiene pendiente resolver el tema de la homologación del marco regulatorio, desarrollar la cultura bursátil, adoptar estándares internacionales, mejorar en el tema de la infraestructura y trabajar en la diversificación de los productos bursátiles. Luego de conocer en el tiempo los avances en el tema de mercado de valores, se puede concluir que el marco regulatorio sigue siendo la principal limitante para la integración de las bolsas de valores en Centroamérica.

## **1.2 OBJETIVOS**

### **1.2.1 GENERAL**

Determinar los factores que limitan el desarrollo y la integración de las bolsas de valores en Centroamérica.

### **1.2.2 ESPECÍFICOS**

- Realizar un análisis del marco institucional de las diferentes bolsas de valores que operan en Centroamérica.
- Identificar los principales factores que limitan la integración de las bolsas de valores en Centroamérica.
- Proponer una ruta crítica en la atención de los factores que contribuyan a facilitar un proceso para la integración de las bolsas de valores en Centroamérica.

## CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

### 2.1 BOLSA DE VALORES

#### 2.1.1 ORIGEN E HISTORIA

La palabra **bolsa** viene del latín “bursa” y del griego “byrsa” que significa “lugar para la contratación”. Se afirma que el origen de este vocablo probablemente se comenzó a aplicar en Brujas, Bélgica durante el siglo XIII la cual era una casa de nobles de apellido Van Der Buërse, que tenía tres bolsas en su escudo de armas y en donde se realizaban encuentros y reuniones de carácter mercantil. Posteriormente, pasó a llamársele bolsa a una plaza contigua a la casa noble donde se encontraban mercaderes italianos.

Las bolsas surgen como una necesidad que siente el hombre por relacionarse entre sí e intercambiar o comercializar bienes. Se comenzó a desarrollar una cultura donde se establecieron lugares y días específicos para el intercambio de dichos bienes. Asimismo, se empezó a utilizar intermediarios que eran personas acostumbradas a realizar operaciones transaccionales que conectaban al vendedor y el comprador. Para esto, se acude a reuniones en lugares o plazas públicas como el caso de Brujas o como se origina la bolsa de New York que nace con reuniones a la sombra de un árbol (Rueda, 2002).

Con el tiempo, las reuniones al aire libre comienzan a generar ciertas dificultades debido al exceso de personas participantes. Asimismo, los intermediarios o corredores comienzan a pensar en desarrollar las reuniones en lugares cerrados. Para ello se piensa en lugares ya existentes tal es el caso de los cafés que luego pasan a ser lugares reservados y por lo tanto, se debe pagar para asistir a dicho lugar.

Según narra la historia, en 1460 en la ciudad de Amberes que es una ciudad situada en Bélgica se creó la primera bolsa moderna. Hasta antes de 1531, se realizaban reuniones de comerciantes en galerías fortificadas, pero a partir de ese año la bolsa de Amberes crea su propio edificio para sus respectivas reuniones de intercambio de

bienes. Londres lo construye en 1566 usando el modelo de Amberes, mientras Holanda edifico la bolsa de Amsterdam en 1511 y es considera la primer bolsa de valores del mundo (World Wide Banking, 2005).

Normalmente se interpreta que las bolsas de valores están estrechamente ligadas con la compra y venta de acciones. Hoy en día no son solo para negociar acciones, sino que también títulos que amparan deudas. Las bolsas se crearon para negociar mercancías y luego para financiar empresas mediante la emisión de bonos y títulos de capital. Los mercados modernos utilizan las bolsas para financiar a las empresas y los gobiernos con recursos de capital transformada en acciones y de deuda representada por bonos (Hinestroza, 2009).

En la mayoría de los países del mundo existen bolsas de valores, muchos de ellos cuentan con más de una bolsa de valores. Hay países que están a nivel de iniciativas para integrar sus bolsas con el fin de consolidarse y ofrecer un abanico de opciones atractivas tanto para los inversionistas como para las empresas que buscan financiamiento a bajo costo. Más adelante se podrá ver que existen varias experiencias de bolsas que han decidido integrarse dentro de un país y entre bolsas de otros países pasando de una simple iniciativa a la acción.

En el caso de Centroamérica el desarrollo de las bolsas de valores ha sido lento y limitado. Básicamente se conoce muy poco sobre los aspectos relacionados con las operaciones bursátiles. Se requiere que todos los actores involucrados en el tema de mercado de valores hagan esfuerzos conjuntos no solo para crear un despertar bursátil en la región, sino que también integrar las bolsas volviéndolas un sistema financiero determinante en el desarrollo económico de Centroamérica.

### **2.1.2 CONCEPTO DE BOLSA DE VALORES**

La Bolsa de Valores de Lima (2013) define la bolsa de valores como *“un mercado donde los inversionistas realizan operaciones de compra-venta con valores (acciones,*

*bonos, papeles comerciales, etc.), siendo estas transacciones realizadas por intermediarios especializados”.*

En el caso de Greco (2009) en su libro de conceptos bursátiles y bancarios define la bolsa de valores como un mercado de capitales abierto al público de acuerdo con unas reglas preestablecidas donde se efectúan operaciones con títulos valores de libre cotización, con el objeto de proporcionarles liquidez en el mercado secundario.

En conclusión, una bolsa de valores es un lugar donde se encuentran demandantes y oferentes con el propósito de entrar en negociación de acciones, bonos, certificados de inversión y otros títulos valores en donde el primero busca el mayor rendimiento posible por su dinero y el segundo, obtener capital financiero a menor costo posible.

### **2.1.3 ORGANIZACIÓN Y PARTICIPANTES DE LAS BOLSAS DE VALORES**

Según Ponce (2012) las bolsas están organizadas básicamente por los *demandantes* de capital (empresas, organismos públicos o privados y otras entidades), los *oferentes de capital* (ahorradores, inversionistas) y los *intermediarios*.

Linares (2005) define a los principales participantes de la bolsa de valores, de la siguiente manera:

- a) *Los accionistas*: son miembros de las Bolsas de Valores y a su vez los únicos autorizados para actuar en ellas. Son profesionales especializados en la compra y venta de valores, dedicados a realizar, por cuenta de otra persona (partiendo de una orden), operaciones a nombre propio de acuerdo con las oportunidades que ofrezca el mercado, indicando con precisión a sus clientes las mejores alternativas para el manejo de su dinero.
  
- b. *Sociedades de inversión*: las sociedades de inversión tienen por objeto la adquisición de valores y documentos seleccionados de acuerdo a criterios de diversificación de riesgos, utilizando para ello recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista.

- c. *Sociedades calificadoras de valores*: se trata de sociedades cuyo objeto es presentar una opinión respecto al grado de riesgo relativo a una emisión de deuda.
- d. *Emisores*: empresa que pone a disposición del Mercado Bursátil sus valores como empresa legalmente establecida y con fines de lucro.
- e. *Inversionistas*: Persona Natural o Jurídica que aporta sus recursos financieros con el propósito de obtener un beneficio futuro.
- f. *Intermediarios (Brokers)*: entes especializados y autorizados por las empresas corredoras de bolsas para poder hacer transacciones de cuentas propias, ajenas o de terceros.

#### **2.1.4 FINES E IMPORTANCIA**

De acuerdo con Ganados (2006) la finalidad de la bolsa de valores es brindar a los inversionistas la oportunidad de realizar operaciones comerciales con títulos valores, en un ambiente dotado de cierta seguridad y confianza para sus inversiones. Esto se logra a través de:

- Fomentar la seriedad y confianza en los títulos valores, ajustando las operaciones a las leyes, reglamentos y a las más estrictas normas de ética.
- Promover la canalización del ahorro interno hacia la inversión que requieren entidades públicas o privadas para su desarrollo.
- Promover un mercado de capitales.

Las bolsas de valores representan el mercado de capitales por excelencia. La evolución del mercado de capitales ha estado ligada al desarrollo de la economía de diversos países, porque en tanto los bancos comerciales disponen principalmente de recursos de corto plazo, el sector empresarial necesita para producir recursos de mediano y largo plazo.

En este contexto entran en juego las bolsas de valores, pues se constituyen en el medio que permite a las empresas disponer de recursos de largo plazo para satisfacer sus



necesidades de capital, lo cual repercute en un mayor crecimiento y modernización de procesos de producción, que desembocan en tres áreas que significan la gran importancia de la existencia de las bolsas de valores: generación de nuevas fuentes de trabajo, mayor desarrollo productivo y por ende competitividad, y una adecuada canalización del ahorro interno.

Entonces las bolsas de valores son agentes fundamentales y determinantes en la estabilidad de la economía mundial. Su inexistencia restaría transparencia, seguridad y liquidez a las transacciones de compra y venta de acciones, bonos o cualquier otro valor y los precios solo dependerían de la voluntad de los grandes industriales, consecuentemente los inversionistas y/o consumidores quedarían en seria desventaja frente a ellos.

Por otro lado, parte de la importancia de las bolsas de valores es que permite la capitalización de empresas traduciéndose en mayores posibilidades de inversión empresarial y tecnológica lo que permite mayor capacidad productiva. Esto abre mayores oportunidades de fuentes de empleo que puede finalmente traer como resultado una mejor condición de vida de los participantes.

Las bolsas de valores son facilitadoras de negociación de bonos, obligaciones, certificados, acciones, y cualquier otro título adscrito a la bolsa. La bolsa propicia al inversionista y a los que poseen títulos, el marco legal, operativo y tecnológico para realizar los procesos de compra-venta de títulos o cualquier otro documento de valor transable en bolsa.

#### **2.1.5 FUNCIONES**

Según la Bolsa de Valores de El Salvador (2013) la bolsa de valores cumple con muchas funciones, pero dentro de ellas cabe destacar:

- Favorece la participación de gran número de personas, en la compra y venta de toda clase de títulos valores, que pueden ser objeto de transacción.

- Suministra una adecuada infraestructura, así como la tecnología necesaria, para la comunicación entre los corredores de las casas de bolsa y los emisores de títulos valores e inversionistas.
- Ofrece al inversionista las condiciones de seguridad, liquidez transparencia en las transacciones.
- Provee información oportuna a empresarios e inversionistas.
- Facilita el intercambio de recursos financieros entre entidades necesitadas de fondos y las entidades que proporcionan recursos (mercado primario).
- Proporciona liquidez a los inversionistas al posibilitar que puedan recuperar su inversión, a través del mercado secundario.
- Fijar los precios de los títulos valores a través de la oferta y la demanda.
- Suministrar información a los participantes en el mercado bursátil, sobre las empresas admitidas a cotizar en bolsa.

#### **2.1.6 CARACTERÍSTICAS**

Según Instituto de Educación Superior Siete Colinas de España (2009) las principales características de las bolsas de valores son las siguientes:

*Equidad:* facilita los mecanismos de información y negociación para que los participantes del mercado cuenten con igualdad de condiciones.

*Seguridad:* se cuenta con un marco jurídico que regula los roles de los participantes, exigiéndoles el cumplimiento de normas que garanticen la eficiente y eficaz operación del mercado de valores.

*Liquidez:* los valores que se negocian en bolsa, tienen la facilidad de venta y negociación en el mercado secundario, es decir que permite la transformación de sus valores en efectivo cuando se requiera.

*Transparencia:* a través de la eficiente difusión de información, se garantiza que todos los participantes fundamenten sus decisiones en el pleno conocimiento de las condiciones del mercado.

### 2.1.7 FUNCIONAMIENTO

La bolsa de valores diariamente realiza "sesiones de negociación", en la que facilita los medios físicos, tecnológicos, humanos y operativos, que permite una comunicación eficiente entre los agentes corredores de bolsa, los emisores e inversionistas. Las transacciones en bolsa solo pueden realizarse por medio de las casas de corredores de bolsa, quienes por ser especialistas en el área bursátil son los indicados para dar asesoría necesaria para participar en el mercado.

En la sesión de negociación, con el fin de encontrar contraparte, las casas corredoras ofrecen sus órdenes de compra o venta, por medio de un proceso de oferta pública, que permite que todos los participantes tengan acceso a conocer las condiciones de negociación. Al anunciar la operación pueden haber ofertas con mejor posición y al cierre de la misma, se queda con el negocio la contraparte que ofreció la mejor postura. Durante el proceso de negociación la función de la bolsa de valores, es velar porque se cumplan las características de igualdad, transparencia y equidad (León, 2003).

### 2.1.8 CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS

- **Mercado primario:** aquel en el que se colocan o emiten valores de renta fija y renta variable por primera vez.
- **Mercado secundario:** aquel donde se negocian valores previamente negociados en el mercado primario, es decir, un mercado de segunda mano o reventa.

## 2.2 CONTEXTO DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA

### 2.2.1 BOLSAS OPERANDO EN CENTROAMÉRICA

Según World Wide Banking (2005) entre las bolsas de valores que operan en Centroamérica están: Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica S.A., Bolsa de Valores de El Salvador S.A., Bolsa de Valores Nacional S.A. (Guatemala), Bolsa Centroamericana de Valores de Honduras S.A., Bolsa de Valores de Nicaragua S.A y Bolsa de Valores de Panamá S.A.

La aparición de cada una de las bolsas de valores en Centroamérica obedece a períodos muy diferentes. De los países que forman parte de esta región, únicamente

Costa Rica, Panamá y El Salvador son los que cuentan con un mercado bursátil en desarrollo. En el caso de Honduras, Guatemala y Nicaragua mantienen una posición de desarrollo pasivo.

### **2.2.2 MARCO REGULATORIO DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA**

Los mercados de valores existentes en Centroamérica deben contar con un marco normativo de acuerdo a las características propias de los mismos. Los organismos reguladores deben desempeñar una labor destacada en la búsqueda de una normativa flexible y adecuada a la realidad. La armonización legislativa y la adopción de estándares internacionales deben considerarse como una prioridad para la integración de las bolsas de valores de la región centroamericana (Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 1999).

Según la Superintendencia de Valores de República Dominicana (2008) El Salvador, Costa Rica y Panamá para esa época eran los que mostraban los más altos estándares regulatorios en la región centroamericana. Honduras había modificado su Ley en el 2006, al igual que Nicaragua, mientras que Guatemala para ese mismo tiempo impulsaba un proyecto de Ley sobre el mercado de valores.

De acuerdo con Portela (2012) resulta necesario contar con estándares regulatorios y de supervisión que sean de aplicación uniforme entre países de la región y que reflejen las mejores prácticas internacionales. La definición de estos estándares es una condición necesaria para un proceso armonioso de integración de mercados de capitales a nivel regional y facilitará el planteamiento e implementación de planes de acción a nivel interno de los países.

### **2.2.3 TÍTULOS VALORES/PRODUCTOS NEGOCIADOS**

Según la Superintendencia de Valores de República Dominicana (2008) la mayoría de los títulos que se transan en las diferentes bolsas de valores de Centroamérica provienen en su mayoría del estado y son acciones, renta fija y reportos. En el caso del sector privado, participan instituciones financieras (bancos) o que pertenecen a un grupo financiero.

#### **2.2.4 OPORTUNIDADES Y DESAFÍOS**

Las bolsas centroamericanas poseen una capacidad que supera los niveles actuales de operación. La negociación, liquidación y custodia son elementos que conforman la infraestructura. El tema de la negociación no representa un problema para la integración de las bolsas, pero si es una limitante la liquidación y custodia. Por lo tanto, la integración de las bolsas no pasa por una situación de negociación, sino por otros elementos, dentro de los cuales están las regulaciones en el tema de liquidación, custodia, reducido número de participantes y una carencia de cultura bursátil.

Además de los desafíos que enfrentan las bolsas de valores en el tema de la integración, se debe fortalecer y mejorar el número de emisiones primarias. De acuerdo con la Superintendencia de Valores de República Dominicana (2008) en algunos países de Centroamérica muchas emisiones primarias se han reducido debido a excesos en las normativas, altos costos de las emisiones, resistencia de las empresas a la transparencia, presencia de grandes bancos regionales y una baja tasa de interés que ofrece la banca. En virtud de lo anterior las bolsas tienen el reto de crear condiciones que sean atractivas en todo sentido para las empresas emisoras y así, dinamizar el mercado de valores.

### **2.3 INICIATIVAS Y EXPERIENCIAS DE INTEGRACIÓN DE BOLSAS DE VALORES**

#### **2.3.1 LECCIONES APRENDIDAS DE EXPERIENCIAS DE INTEGRACIÓN DE BOLSAS DE VALORES EN OTRAS REGIONES**

Una de las experiencias más cercanas a la región centroamericana es la denominada iniciativa de integración bursátil de la región andina formalizada en el año 2009. Esta iniciativa comprende la integración de los mercados de valores de Colombia, Chile y Perú que buscan darle mayor profundidad al mercado, aumentar y diversificar la disponibilidad de instrumentos o productos, mejorar la liquidez, entre otros propósitos. No cabe duda que uno de los mayores retos a superar por las bolsas de los tres países que buscan operar bajo una misma estructura bursátil es la homologación regulatoria y tecnológica. De acuerdo con Clavijo (2010) una vez que se logre la consolidación de la

integración, este bloque pretende avanzar hacia una plataforma regional con las bolsas de Brasil y México.

Por otro lado, está la experiencia de la integración de las bolsas europeas que se desarrolló entre 1999 y 2000 y que dieron origen a la denominada Euronext. Hasta los años noventa, los países de Europa continental tenían mercados de capitales poco desarrollados comparados con Estados Unidos de Norteamérica, Japón y Reino Unido. La regulación de estos países europeos era débil y engorrosa hasta antes de la integración. Sin embargo, después de un proceso largo de más de diez años lograron superar estos inconvenientes y a la vez, incrementar la liquidez del mercado y ampliar el menú de instrumentos disponibles al público (Clavijo, 2010).

### **2.3.2 INICIATIVAS DE INTEGRACIÓN EN CENTROAMÉRICA**

En el 2008 surgió la iniciativa del proyecto AMERCA que trata de la integración de los mercados de valores de Costa Rica, El Salvador y Panamá. El propósito de esta iniciativa es producir una estrategia regional de regulación y supervisión de mercado de valores más amplio, atractivo, eficiente, competitivo y transparente (Barbosa, 2011). Con esta estrategia las tres bolsas imprimirían mayor liquidez, profundidad y dinamismo, lo que a la vez, les permitiría proyectarse y participar en mercados de otras regiones. Desafortunadamente, de acuerdo con Gómez (2012) la integración de las bolsas de valores de Costa Rica, El Salvador y Panamá, se mantienen en pausa, debido a que los reguladores aún no logran ponerse de acuerdo respecto al modelo a seguir.

### **2.3.3 PERSPECTIVAS FUTURAS DE INTEGRACIÓN**

Partiendo que la integración de las bolsas en Centroamérica es un tema de agenda regional, no se puede desconocer que su factibilidad será posible en la medida que los mercados de cada país se desarrollen. Por otro lado, países como Costa Rica, El Salvador y Panamá son los que han avanzado en el desarrollo de sus mercados de valores. Caso contrario, Honduras, Guatemala y Nicaragua se mantienen en una condición de rezago.

A pesar que Costa Rica, El Salvador y Panamá presentan los mejores avances en el desarrollo de sus bolsas de valores y son los más cercanos en construir un proceso de integración regional, aún siguen manteniendo diferencias en sus marcos regulatorios. No cabe duda que una vez que el desarrollo de los mercados y sus respectivas bolsas de los seis países centroamericanos presenten condiciones similares de desarrollo estarán más cerca de construir la integración regional.

Finalmente el proceso de integración de las bolsas de valores demanda de un escenario político – técnico donde los gobiernos a través de sus instancias operadoras, las bolsas de valores, reguladores y otros participantes del mercado bursátil puedan definir e implementar una agenda regional, considerando como temas torales, marco regulatorio, cultura bursátil, productos, infraestructura y estándares internacionales.

## **CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO**

Para el desarrollo de este capítulo se dan a conocer las diferentes etapas bajo el cual se desarrolló la investigación de acuerdo a la siguiente estructura: diseño de la investigación, tipo de investigación, alcances de la investigación, población a investigar, recolección de datos y etapas de la investigación.

### **3.1 DISEÑO Y ENFOQUE DE LA INVESTIGACIÓN**

Para determinar los factores que limitan la integración y desarrollo de las bolsas de valores en Centroamérica se recurrió a un análisis del marco institucional por lo que fue indispensable la recolección de información, considerando una revisión y análisis de literatura, entrevistas con expertos, ordenamiento y análisis de la información y finalmente, definir una propuesta de ruta crítica. El enfoque de la investigación estuvo dirigida al marco regulatorio, cultura bursátil, productos, infraestructura y estándares internacionales, los cuales juegan un papel muy importante en un proceso de integración de bolsas valores de Centroamérica.

### **3.2 TIPO DE INVESTIGACIÓN**

El problema planteado se suscribe a una investigación documental y descriptiva. Es decir, la investigación documental enmarcada en la revisión de artículos electrónicos, libros y otros textos que hacen referencia a los mercados y bolsas de valores de la región centroamericana. Asimismo, es descriptiva porque se detalla en síntesis los hallazgos y valoraciones producto de la revisión bibliográfica y entrevista a expertos respecto a las bolsas de valores de Centroamérica.

### **3.3 ALCANCES DE LA INVESTIGACIÓN**

- a) La contextualización de las bolsas de valores de Centroamérica.
- b) La definición de una ruta crítica como aporte al proceso de desarrollo e integración de las bolsas de valores de Centroamérica.



### **3.4 POBLACIÓN Y MUESTRA**

La población focalizada en la investigación fueron las bolsas de valores que operan en Centroamérica, siendo éstas: Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica S.A., Bolsa de Valores de El Salvador S.A., Bolsa de Valores Nacional S.A. (Guatemala), Bolsa Centroamericana de Valores de Honduras S.A., Bolsa de Valores de Nicaragua S.A. y Bolsa de Valores de Panamá S.A.

Para fortalecer el proceso de la investigación se tomó una muestra de seis expertos que están o han estado ligados con bolsas de valores en cinco países de Centroamérica. La selección consideró los siguientes criterios: país, entidad donde labora, roles y funciones, y experiencia. Los expertos fueron: un ex – gerente de negocios de la bolsa de valores de El Salvador, un ex – director de operaciones de corporación bursátil que agrupa la Bolsa Agrícola Nacional, Bolsa de Valores Global y Central de Valores en Guatemala; un director ejecutivo de la Fundación para el Desarrollo de Mercados de Valores (FUNDEVAL) de Costa Rica, una gerente de operaciones bursátiles del banco Davivienda de Costa Rica, un gerente general de la bolsa de valores de Nicaragua, y un gerente general del fomento financiero, S.A. casa de bolsa de Honduras.

### **3.5 RECOLECCIÓN Y ANÁLISIS DE DATOS**

Para la recolección de los datos y específicamente a la entrevista con expertos se implementó como instrumento una encuesta o guía de preguntas. Una vez finalizada la aplicación de la misma se procedió al análisis de los datos, el cual consistió en hacer una interpretación y comparación de las opiniones de cada experto.

### **3.6 ETAPAS DE LA INVESTIGACIÓN Y TIEMPO DE DESARROLLO**

La investigación fue desarrollada en cuatro etapas, la primera consistió en la revisión y análisis de literatura tomando como fuentes de consulta artículos en páginas web y libros en el tema bursátil. La segunda consistió en identificar y establecer una entrevista con expertos que operan o cuentan con un vínculo con las bolsas de valores, de diferentes países de Centroamérica, para conocer sus puntos de vista, perspectivas y aportes al tema en estudio.

Para facilitar la entrevista con los expertos se elaboró una guía de preguntas las cuales se contextualizaron en los temas: marco regulatorio, cultura bursátil, productos, infraestructura y estándares internacionales. La entrevista fue realizada en algunos casos vía telefónica o mediante la remisión de la guía de preguntas para su respectivo desarrollo vía correo electrónico. El instrumento de preguntas se encuentra en el anexo 1.

La tercera dio inicio una vez concluida la sección de entrevistas con los diferentes expertos la cual consistió en el ordenamiento y análisis de la información recopilada a fin de validar, descartar o agregar otros factores que limitan la integración de las bolsas de valores en la región centroamericana. Finalmente en base a la revisión de literatura y a los hallazgos de las entrevistas con expertos, se procedió a desarrollar la cuarta la cual se basó en definir una ruta crítica como propuesta para dar atención a los factores que sopesan en la integración de las bolsas de valores en Centroamérica. El tiempo en que se desarrollaron las cuatro etapas de la investigación fue de dos meses.

### Etapas del Proceso de Investigación



## CAPÍTULO IV: RESULTADOS Y ANÁLISIS

De acuerdo al desarrollo de la metodología implementada, a continuación se presentan los resultados que hacen referencia a la investigación sobre los factores que limitan el desarrollo y la integración de las bolsas de valores en Centroamérica.

Una vez analizada cada una de las encuestas aplicadas a los entrevistados y de acuerdo a la relación y comparación de las opiniones vertidas por cada uno de ellos, se procedió a identificar los factores que limitan la integración de las bolsas de valores en Centroamérica, siendo estos: marco regulatorio, cultura bursátil, productos, infraestructura y estándares internacionales. Como resultado a continuación se presenta en orden de importancia los factores que limitan el desarrollo e integración de las bolsas de valores.

**Cuadro 1. Factores que Limitan la Integración de las Bolsas en Centroamérica en orden de Importancia**

Tema	Entrevistado						Orden de Importancia
	El Salvador	Guatemala	Honduras	Costa Rica 1	Costa Rica 2	Nicaragua	
<b>Marco Regulatorio</b>	1	1	1	1	1	3	Primero
<b>Cultura Bursátil</b>	2	2	2	2	4	2	Segundo
<b>Productos</b>	5	3	4	3	2	3	Tercero
<b>Infraestructura</b>	4	5	2	4	3	3	Cuarto
<b>Estándares Internacionales</b>	3	4	5	5	5	4	Quinto

### 4.1 MARCO REGULATORIO

Uno de los aspectos más importantes para el desarrollo e integración de los mercados de valores es contar con un marco regulatorio que se adapte a la estructura y realidad económica de cada mercado, sus participantes, los reguladores y los productos que se van a desarrollar. En Centroamérica, una de las limitantes importantes para lograr la integración de las bolsas de valores es la homologación de los marcos regulatorios y asegurar la intervención directa de los participantes y reguladores de cada país.

Actualmente, las regulaciones en los países centroamericanos tienen la particularidad de no ser estándares. Cinco de los seis expertos entrevistados coinciden en que existen diferencias semánticas en la conceptualización del marco regulatorio, aunque no parezcan trascendentales, pueden considerarse como limitante importante al no hablar de los mismos conceptos.

En Centroamérica, en los últimos años las bolsas de valores y los reguladores han emprendido iniciativas que buscan la integración de las mismas. Sin embargo, estas iniciativas no han logrado un avance significativo en el tiempo. Iniciativa como la Alianza de Mercado Centroamericano (AMERCA) constituye el primer mercado regional integrado por las bolsas de El Salvador, Costa Rica y Panamá, cuyo propósito es el desarrollo de una plataforma de negociación que integre las operaciones de los mercados participantes.

AMERCA dispone de una visión en convertir el mercado de capitales centroamericano en la alternativa de financiamiento preferida de todos los emisores que participan en esta alianza. Mediante una plataforma de negociación en la que corredores de bolsa regionales y extra regionales ofrezcan liquidez y una formación eficiente de precios a emisores e inversionistas.

Esta iniciativa no ha sido lo suficientemente difundida entre los participantes lo que también ha hecho que se genere poco interés por avanzar contundentemente en acciones concretas que permitan generar negocio entre los mismos. Si no hay un respaldo de los supervisores o reguladores, el avance en términos de homologación del marco regulatorio seguirá siendo un cuello de botella en el desarrollo de AMERCA.

Dentro de las perspectivas que se pueden visualizar en el ámbito centroamericano, es que la homologación del marco regulatorio continua siendo un tema en el que nadie quiere ceder su posición de control e independencia. Por lo tanto, el marco regulatorio puede considerarse como uno de los temas a priorizar en las agendas como parte del proceso de integración de las bolsas de valores en Centroamérica.

Los seis expertos entrevistados consideran que para lograr la integración, es indispensable la revisión, modificaciones o reformas del marco regulatorio en los diferentes países. Esto conlleva a realizar una serie de acciones traducidas en la realización de un diagnóstico de cada marco regulatorio, identificando los puntos en común y las diferencias que crean antagonismo a la integración. El diagnóstico permite conocer las áreas que requieren un cambio reglamentario en el corto, mediano y largo plazo.

**Cuadro 2. Principales Leyes y Reglamentos que Sustentan el Marco Legal de las Bolsas de Valores en Centroamérica**

<b>No</b>	<b>País</b>	<b>Bolsa</b>	<b>Leyes</b>	<b>Normativas y Reglamentos</b>
1	Honduras	Bolsa Centroamericana de Valores, S.A.	Ley de Lavado de Activos Ley de Mercado de Valores Ley del Sistema Financiero	Normativa de la Comisión Nacional de Banca y Seguros Reglamento de la Bolsa Centroamericana de Valores
2	Guatemala	Bolsa de Valores de Guatemala	Ley del Mercado de Valores y Mercancías	Reglamento Interno de la Bolsa de Valores Nacional
3	Nicaragua	Bolsa de Valores de Nicaragua	Ley de Mercado de Capitales Ley General de Títulos Valores Ley de la Superintendencia de Bancos y de otras Instituciones Financieras	Reglamento General sobre Bolsas de Valores Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Nicaragua, S.A.
4	El Salvador	Bolsa de Valores de El Salvador	Ley del Mercado de Valores	Reglamento General Interno del Mercado de Valores de El Salvador

5	Costa Rica	Bolsa Nacional de Costa Rica	Ley Reguladora del Mercado de Valores No 7732	Reglamentos del Mercado de Valores  Reglamentos de las Bolsas, Puestos de Bolsas y Agentes de Bolsas
6	Panamá	Bolsa de Valores de Panamá	Ley de Valores	Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.

---

Fuente: Elaboración propia basado en las bolsas de valores de Centroamérica

Cinco de los seis expertos entrevistados manifiestan que los responsables directos en fortalecer y brindar soluciones al marco regulatorio son las entidades regulatorias y/o superintendencias de cada país. Además, dos de los seis expertos consideran que es importante que también se involucren las bolsas de valores, puestos de bolsa, centrales de valores, entidades de compensación y liquidación, emisores, bancos e inversionistas institucionales.

Asimismo, recomiendan la participación de instancias de coordinación regional como el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), el Consejo Monetario Centroamericano (CMCA), Secretaria de Integración Económica Centroamericana (SIECA), la Alianza de Mercados de Valores Centroamericanos (AMERCA) y la Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe (BOLCEN).

## 4.2 CULTURA BURSÁTIL

El tema de cultura bursátil es un elemento vital para el desarrollo de los mercados y consecuentemente en la creación de un ambiente propicio para la integración de las bolsas de valores en Centroamérica. Cuatro de los seis expertos entrevistados, consideran que la cultura bursátil es una limitante para la integración de las bolsas de valores de la región centroamericana. Además, son del criterio que en un orden de importancia dicho tema, después del marco regulatorio es el que debe figurar en el desarrollo de una agenda de integración regional para el fortalecimiento y desarrollo de los mercados y sus respectivas bolsas de valores.

Los seis expertos coinciden que el desarrollo de la cultura bursátil en los países de la región centroamericana es muy baja y heterogénea. Además, existe la percepción que el mercado de valores es un espacio de negocios únicamente para personas con experiencia en el tema y que a su vez, la participación en este espacio es muy onerosa y que se requiere de muchos fondos para ejecutar inversiones.

Los participantes directos que operan en estos mercados y sus bolsas son los llamados a jugar un papel protagónico en el desarrollo de la cultura bursátil. Por tanto, los reguladores deben abrir espacios importantes y continuos para que los ciudadanos conozcan sobre el mercado de valores. Asimismo, los puestos de bolsa y las bolsas de valores deben de poner a disposición de la población información relevante de los servicios que ofrecen de manera que se genere mayor acercamiento y conocimiento del mercado.

Asimismo, en la vía de potenciar y consolidar el tema de la cultura bursátil se recomienda establecer alianzas con instituciones de educación media y universidades para incorporar carreras completas o simplemente clases sobre temas bursátiles dentro de su pensum académico.

De igual forma las bolsas, puestos de bolsas y superintendencias deben hacer un esfuerzo por invertir y desarrollar programas de formación y comunicación que contemplen capacitaciones, diplomados, campañas publicitarias a través de diferentes medios y proveer información actualizada mediante su página web y las diferentes redes sociales.

#### **4.3 PRODUCTOS**

Los productos que actualmente están disponibles en el mercado bursátil centroamericano en su mayoría son títulos emitidos por los gobiernos y representan más del 90% de los volúmenes negociados. Los seis expertos consideran que los productos que actualmente se negocian no representan una limitante relevante para que las bolsas de valores de Centroamérica puedan estar integradas.

En el siguiente cuadro se presentan los productos que son negociados en las diferentes bolsas de valores de Centroamérica.

**Cuadro 3. Principales Productos Negociados en las Bolsas de Valores de Centroamérica**

<b>Nº</b>	<b>País</b>	<b>Bolsa</b>	<b>Producto</b>
3	Honduras	Bolsa Centroamericana de Valores, S.A.	Renta Fija Reportos
2	Guatemala	Bolsa de Valores de Guatemala	Acciones Renta Fija Reportos
3	Nicaragua	Bolsa de Valores de Nicaragua	Acciones Renta fija Reportos
4	El Salvador	Bolsa de Valores de El Salvador	Acciones Renta Fija NCTP's, LETES, PBD's, Cenelis Reportos
5	Costa Rica	Bolsa Nacional de Costa Rica	Acciones Renta fija Fondos de inversión
6	Panamá	Bolsa de Valores de Panamá	Acciones Renta Fija Reportos

Fuente: Elaboración propia basado en las bolsas de valores de Centroamérica

Tres de los expertos entrevistados concluyen que los productos no inciden significativamente en un proceso de integración de las bolsas de valores en Centroamérica. Lo anterior supone que al menos en el corto plazo se debe evitar crear productos de alta complejidad que de alguna manera interfiera o dificulte el proceso de integración.

Las perspectivas en este tema deben estar inclinadas en crear condiciones propicias para la participación, integración, creación y entrada de más productos y emisores que generen mayor oferta y demanda en la región. Aunque este no es un tema de alta prioridad, tres de los seis expertos coinciden que entre los cinco factores que se



abordan en esta investigación, los productos deben ser el tercero a desarrollar en una agenda regional que busque la integración de las bolsas de valores en Centroamérica.

Cinco de los expertos consideran que las bolsas y puestos de bolsa deben ser los protagonistas en liderar un proceso permanente de diversificación de productos bursátiles y acorde a la demanda de cada país. Por otra parte, debe existir una participación activa de las centrales de valores y los inversionistas institucionales, como los fondos de inversión y administradores de fondos de pensión. De alguna manera son estos los que conocen mejor el negocio y son los llamados a diseñar los instrumentos o productos de mayor atracción y de fácil implementación en un sistema de integración de bolsas de valores en Centroamérica.

#### **4.4 INFRAESTRUCTURA**

Una vez analizado el tema de infraestructura alrededor de los mercados y bolsas de valores en Centroamérica podemos encontrar una similitud de mecanismos de transacción y plataformas de negociación diferentes, lo que hace pensar que los procesos sean menos eficientes y transparentes.

De acuerdo a lo manifestado por los expertos, la infraestructura utilizada por las bolsas de valores presenta condiciones operativas y tecnológicas diferentes y que no están estandarizadas, al menos en los procesos básicos de negociación y liquidación. Esta condición pone en evidencia que la negociación, liquidación y custodia demanda de la estandarización del ciclo en cada una de las bolsas de valores en Centroamérica.

Para viabilizar el proceso de integración de las bolsas de valores será trascendental que los reguladores y las bolsas de valores primero deben establecer acuerdos en cuanto a la regulación y los productos a negociar. Luego, avanzar en el proceso de integración mediante convenios que permitan viabilizar el tema de infraestructura. Este proceso puede representar una inversión significativa en términos de tiempo y recursos.

#### **4.5 ADOPCIÓN DE ESTÁNDARES INTERNACIONALES**

En relación a la adopción e implementación de estándares internacionales como emisiones, determinación de curvas soberanas, valoración a precios de mercado de los instrumentos, ciclos de liquidación entre otros, los mercados de los países centroamericanos no han avanzado en tiempo y forma, lo cual representa una limitante para el proceso de integración.

Según la opinión de los expertos, una realidad indiscutible es que cada país tiene sus instrumentos y ciclos de liquidación con sus propias características. Por ejemplo cuando un país liquida T+0 y se debe enviar a otro país el mismo día los recursos para pagar la operación, técnicamente no se cuentan con las condiciones para cumplir con el envío de los mismos. Un detalle importante es que no todos los países de Centroamérica, excepto Costa Rica y Panamá poseen valoraciones a precios de mercado (Vectores de Precios), lo cual limita que los inversionistas conozcan precios de referencia para negociar valores ilíquidos.

Otra de las limitantes encontradas es que los instrumentos públicos (emisiones soberanas), son negociados en mercados desarrollados. En cuanto a las emisiones soberanas internas (instrumentos en monedas locales), actualmente no se pueden negociar en el área centroamericana, siendo negociadas a través de cada mercado en particular.

Conociendo el tamaño de los mercados, su profundidad, la bursatilización de las economías y el grado de madurez de los mismos, importante mencionar que los mercados centroamericanos están conscientes de la importancia en la aplicación de los estándares internacionales y que su aplicabilidad no necesariamente debe iniciar en su totalidad más bien en los mínimos aplicables y comunes a todos los mercados e ir avanzado en aquellos de fácil homologación. Por ejemplo El Salvador y Costa Rica han avanzado en la valoración a precios de mercado. El resto de países deben avanzar en sus proyectos de implementación y reafirmar su voluntad de aplicación de los mismos.

Lo anterior antepone el desafío de la adopción y aplicación de los estándares internacionales como una condición del proceso de integración de las bolsas de valores en Centroamérica. Por lo tanto los responsables en dar atención a este tema deben ser Las Superintendencias de Valores, los reguladores, las bolsas y los participantes en general (puestos de bolsa, centrales de depósito y anotación en cuenta, inversionistas institucionales, emisores, etc) bajo un contexto de trabajo y un compromiso integrador.

Tomar decisiones sobre los esquemas que van a adoptar y ejercer acciones concretas para el avance en la aplicabilidad de los estándares internacionales es lo indicado para fortalecer la gestión de cada una de las bolsas y de los mismos mercados. Mucho del retraso de iniciativas que se han impulsado en la región Centroamérica se han visto limitadas a la falta de voluntad, compromiso y el desinterés por los responsables de este tema.

#### **4.6 SÍNTESIS DE RESULTADOS**

- El marco regulatorio, cultura bursátil, productos, infraestructura y la adopción e implementación de estándares internacionales figuran como los principales factores que limitan el desarrollo e integración de las bolsas de valores de Centroamérica.
- El marco regulatorio representa el factor de mayor importancia para la consolidación de un proceso de desarrollo e integración de las bolsas de valores en Centroamérica.
- En la medida que se disemine y se profundice el conocimiento sobre la importancia de la cultura bursátil, mayor es la probabilidad que los mercados y sus bolsas se desarrollen.
- La infraestructura alrededor de los mercados y bolsas de valores en Centroamérica presentan una similitud de mecanismos de transacción y las plataformas de negociación son diferentes en la mayoría de las bolsas, lo que hace pensar que los procesos sean menos eficientes y transparentes.
- En relación a la adopción e implementación de estándares internacionales en el ámbito centroamericano una realidad indiscutible es que cada país tiene sus instrumentos y ciclos de liquidación con sus propias características. Por ejemplo:

cuando un país liquida T+0 y se debe enviar a otro país el mismo día los recursos para pagar la operación, técnicamente no se cuentan con las condiciones para cumplir con el envío de los mismos.

- Los productos que actualmente están disponibles en el mercado bursátil centroamericano en su mayoría son títulos emitidos por los gobiernos y representan más del 90% de los volúmenes negociados.

## **CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

### **5.1 CONCLUSIONES**

- Para lograr la integración de las bolsas de valores de Centroamérica es indispensable que exista voluntad política e interés entre los reguladores de los diferentes países para homologar y alinear los marcos regulatorios.
- La integración de las bolsas de valores permitirá la reducción de los costos de operación y transacción, y generaría economías de escala a los participantes.
- La integración de bolsas de valores aumentaría el volumen de transacciones generando crecimiento del mercado lo que significa una mayor diversificación del riesgo.
- La liquidación y compensación actualmente representan una limitante para la integración de las bolsas de valores en Centroamérica.
- El aumento en la disponibilidad de productos, genera mayor movimiento transaccional de compra y venta y mayor liquidez, siendo esta condición un atractivo para la participación de la banca en el mercado bursátil.
- Actualmente, los productos disponibles en los diferentes mercados de valores no representa una limitante para la integración de las bolsas en Centroamérica.
- Se generan mayores oportunidades para las empresas que buscan financiamiento a bajo costo y también para los inversionistas debido a una mayor diversificación de las oportunidades de inversión.
- Se profesionaliza los servicios de inversión y se fortalece la cultura financiera.
- Facilita la aparición y consolidación de inversionistas institucionales como los fondos de inversión, fondos de pensión, así como los derivados, fideicomisos y titularizaciones.
- La integración de las bolsas de valores centroamericanas crearía un bloque bursátil con un perfil idóneo para establecer alianzas estratégicas con otros mercados.
- El marco regulatorio representa el principal factor que limita el proceso de integración de las bolsas de valores en Centroamérica.

- La infraestructura de las bolsas de valores de cada país centroamericano cuentan con las condiciones básicas para que pueda desarrollarse la integración de las mismas.
- Los productos transados en los mercados de los diferentes países centroamericanos son limitados y en su mayoría son títulos de deuda pública.
- Los principales factores en orden de importancia que limitan la integración de las bolsas de valores en Centroamérica son: marco regulatorio, cultura bursátil, productos, infraestructura y estándares internacionales.
- Remitiéndose a las páginas web de cada una de las bolsas del ámbito centroamericano estas difieren una de otra en cuanto a estructura, contenido e información.
- La cultura bursátil es un tema de mucha importancia, sin embargo no se le está brindando la atención adecuada para su desarrollo en cada uno de los países de Centroamérica.

## **5.2 RECOMENDACIONES**

- La integración de las bolsas de valores no debe ser tarea única de las mismas sino también de los demás participantes en los mercados existentes de acuerdo a su roles y funciones.
- La integración de las bolsas de valores debe plantearse como un proceso gradual y de acuerdo al contexto y desarrollo de los mercados financieros en la región centroamericana.
- Las bolsas de valores, banco central y reguladores serían los actores estratégicos encargados de conducir una agenda regional para la integración de las bolsas de valores en Centroamérica.
- En el marco de integración de las bolsas de valores debe considerarse el desarrollo de productos comunes, como por ejemplo: la emisión de un bono o título, donde el proceso de negociación, liquidación y custodia pueda implementarse de igual forma en cada una de las bolsas de valores participantes.

- Las bolsas de valores de acuerdo a su grado de desarrollo, afinidad y oportunidades de negocios deben buscar el establecimiento de acuerdos o alianzas a nivel centroamericano.
- Si bien es cierto, el marco regulatorio es la principal limitante para la integración de las bolsas de valores, su atención no obliga en contar con un instrumento normativo estándar y aplicable para todas las bolsas participantes en su conjunto; en tal se recomienda iniciar por una revisión y análisis de los reglamentos internos de cada una de las bolsas, identificando puntos en común con otras bolsas de valores y que a su vez, pueden ser factible su homologación.
- Los gobiernos de cada país a través de sus órganos reguladores y operativos, deben apostar por una mayor apertura y atención al desarrollo de los mercados bursátiles y las mismas bolsas de valores, valorándolos como espacios y medios para el fortalecimiento y desarrollo de las economías de cada país.
- Los expertos entrevistados en el desarrollo de esta Tesis coinciden que el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) cuenta con el perfil estratégico para facilitar y conducir la integración de las bolsas de valores de la región centroamericana en alianza y coordinación con las bolsas de valores, superintendencias y otros participantes vinculados al tema bursátil.
- La integración de las bolsas de valores en Centroamérica debe considerar y posicionar la cultura bursátil como un factor para el desarrollo de los mercados y las mismas bolsas de valores, para lo cual se debe establecer un programa de formación y profesionalización formal y no formal dirigido a toda persona que de una otro u forma participa o pueda participar en el tema de mercado de valores en Centroamérica.
- La integración de las bolsas de valores demanda sin restricción alguna la transparencia en las acciones de carácter normativo, operativo y liquidación.
- Homologar los estándares de cada país conforme a la IOSCO, definiendo una agenda clara, práctica y con límites de tiempo a desarrollar.

## **CAPÍTULO VI: PROPUESTA PARA FACILITAR LA INTEGRACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA**

Una vez concluida las etapas de revisión y análisis de literatura, identificar y realizar entrevistas con expertos y ordenamiento de la información recopilada, los autores de la tesis presentan la siguiente propuesta de ruta crítica como un aporte a la integración de las bolsas de valores de la región centroamericana. La ruta crítica describe los actores, líneas estratégicas, etapas, tiempos de ejecución, resultados y principios bajo los cuales se centrará el proceso de desarrollo e integración de las bolsas de valores de Centroamérica.

### **6.1 CONTEXTO**

La integración de las bolsas de valores en Centroamérica parte como un proceso integrador, participativo y secuencial a fin de establecer las condiciones adecuadas para las alianzas y la potenciación de las bolsas de valores en términos de mayor atracción, liquidez y solidez. Lo anterior será posible en cuanto se trabaje y se priorice de manera estratégica la atención de factores como marco regulatorio, adopción de estándares internacionales, cultura bursátil, infraestructura y productos que limitan la integración de las mismas.

Partiendo que los mercados y bolsas de valores que operan en Centroamérica se caracterizan por ser heterogéneos y poco líquidos, esta condición incide en que al efectuar una caracterización y análisis de la composición estructural y operativa, se experimente la dificultad de establecer una relación comparativa de las mismas.

El hecho que los mercados y las bolsas de valores de Centroamérica sean poco atractivas y con una limitada liquidez no debe ser objeto de rechazo, al contrario debe vérselas como un espacio y/u oportunidad para desarrollar las economías centroamericanas en un marco de integración. Lo anterior responde que cualquier esfuerzo de integración de las bolsas interpele a una propuesta consecuente con la realidad bursátil del ámbito centroamericano y que a su vez se adapte a los ritmos, tiempos y capacidades de cada uno de los participantes.



Esto implica que desde la perspectiva técnica, operativa, financiera y de la voluntad política expresada por cada uno de los actores que hacen posible la gestión propia de las bolsas de valores de la región; se definan líneas estratégicas que conlleven a la construcción de una plataforma regional donde se participen de manera eficaz y oportuna las diferentes bolsas que operan en Centroamérica.

En nuestra opinión la integración de las bolsas de valores en Centroamérica traerá como resultados la expansión y mayor liquidez de los mercados, la reducción de los costos y tiempos de transacción, la participación de mayor número de intermediarios como la misma banca, una mayor diversificación de la oferta bursátil, la potenciación de fondos de pensiones, que en la actualidad es un sector poco desarrollado en Centroamérica y la definición de políticas regionales para la promoción y desarrollo de oportunidades de negocios.

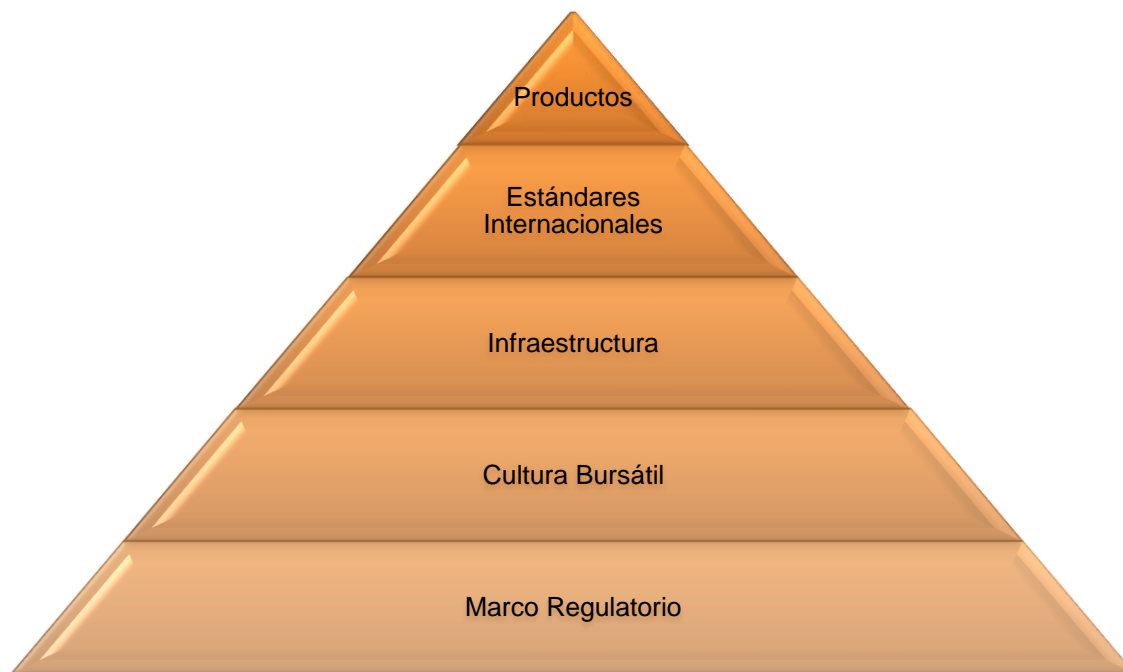
Por tal razón, los autores de la presente tesis consideran que la integración de las bolsas puede darse siempre y cuando existan escenarios y condiciones idóneas de voluntad política, técnica, operativa, financiera y pertinencia. Asimismo, la representatividad y participación de todos los actores directos en los mercados; siendo éstos las bolsas de valores, entes reguladores, superintendencias de valores, firmas auditoras, corredores de bolsa, las entidades de custodia, clasificadores de riesgo, etc.

## **6.2 SUSTENTO DE LA PROPUESTA**

La ruta crítica supone un proceso mediante el cual se deberán desarrollar de manera ordenada y secuencial una serie de lineamientos de acción en lo que respecta específicamente a la integración de las bolsas de valores de Centroamérica. Importante resaltar que el proceso de integración debe estar cimentado en un modelo de desarrollo bursátil transparente, fácil de operar, atractivo, veraz, eficiente, previsto de normas, derechos y obligaciones comunes y en igualdad de condiciones por todas las bolsas de valores.

El proceso de integración aspira a viabilizar todos aquellos factores que se consideren importantes y que a su vez su ejecución y cumplimiento sea factible en el corto, mediano y largo plazo, sin dejar de lado los compromisos, enmiendas y recomendaciones que deban asumir cada de las bolsas de valores del ámbito centroamericano.

Como parte esencial de la investigación y a criterio de los autores a continuación se presenta en orden de importancia los factores que limitan el desarrollo e integración de las bolsas de valores y que a su vez, deben ser considerados en una agenda común centroamericana.



**Figura 1. Factores que limitan la integración de las bolsas de valores en Centroamérica**

Sobre la base de los factores descritos anteriormente, a continuación se presenta la propuesta de ruta crítica como instrumento estratégico para el abordaje del proceso del desarrollo e integración de las bolsas de valores en Centroamérica.

### 6.3 RUTA CRÍTICA

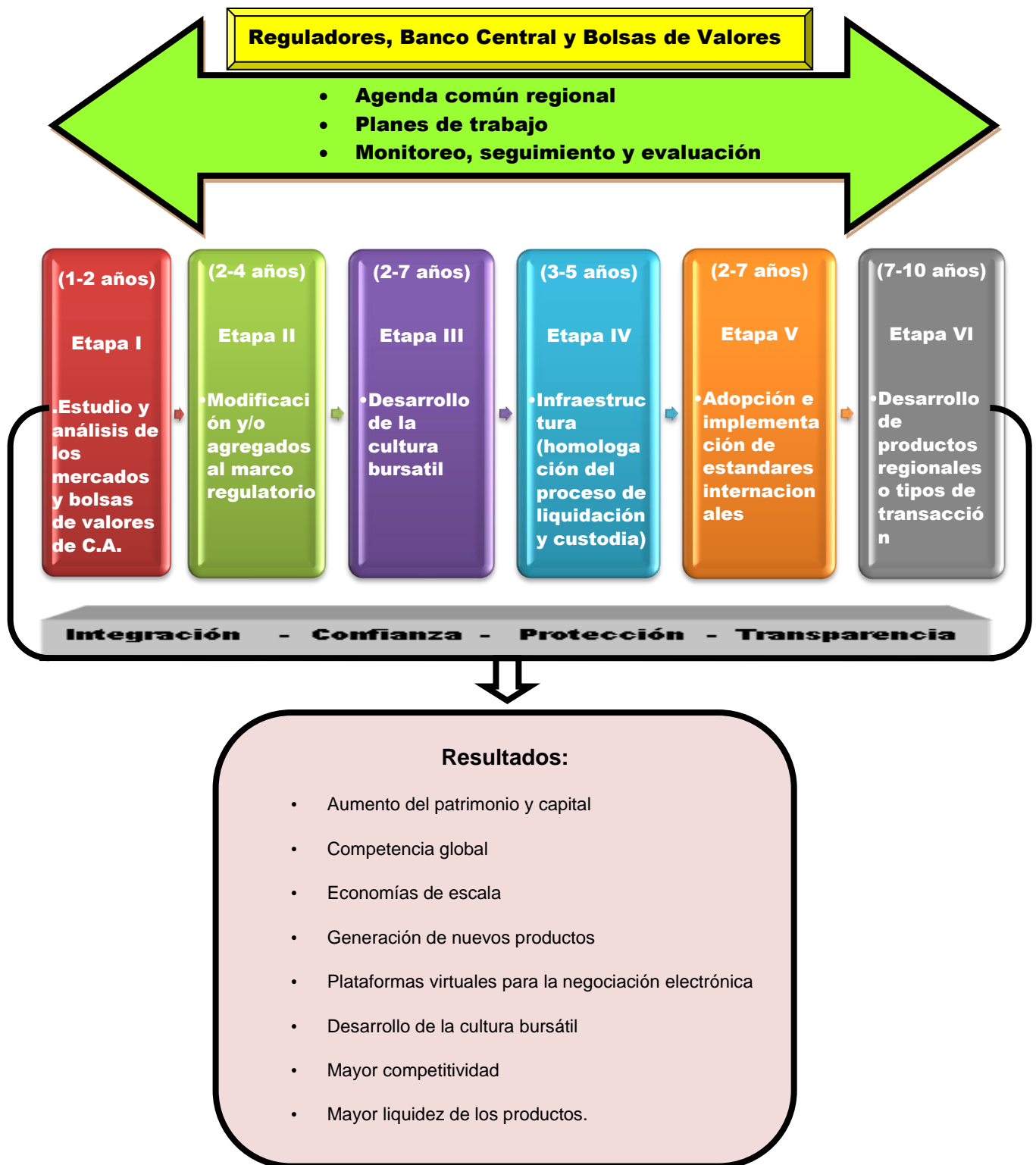


Figura 2. Ruta crítica para la atención a la integración de las bolsas de valores en C.A.

### **6.3.1 ETAPA I: (1 A 2 AÑOS)**

- ❖ Estudio y análisis de los mercados y bolsas de valores de Centroamérica

#### **Lineamientos de Acción**

- ✓ Diagnóstico y caracterización de los mercados y bolsas de valores.
- ✓ Análisis de experiencias implementadas a favor de la integración de las bolsas de valores en Centro América.
- ✓ Identificación de los posibles obstáculos, oportunidades y desafíos que puedan enfrentar las bolsas de valores en un proceso de integración regional.
- ✓ Establecer una agenda regional con la participación y liderazgo de las Bolsas de Valores, Banco Central, Reguladores y otros participantes del mercado bursátil.
- ✓ A partir de los acuerdos suscritos en la mesa regional definir un marco de referencia de iniciativas de integración o alianzas que pueden ser factibles de implementar ya sea de manera bilateral o con más participantes.
- ✓ Definir un plan de trabajo con tareas, compromisos, presupuesto y viable de implementar.
- ✓ A manera de experiencia exploratoria desarrollar productos comunes, como por ejemplo: la emisión de un bono o título, donde el proceso de negociación, liquidación y custodia pueda implementarse de igual forma en cada una de las bolsas de valores participantes.
- ✓ Homogeneizar condiciones de negociación regional.
- ✓ Definición e implementación de un programa de educación para potenciar la cultura bursátil con la participación de las bolsas de valores, dependencias del gobierno, centros de enseñanza de nivel primario, medio y universitario, y otros participantes del mercado.
- ✓ Establecer e implementar un sistema de seguimiento, monitoreo y evaluación de la agenda o plan de trabajo.

### **6.3.2 ETAPA II: (2 A 4 AÑOS)**

- ❖ Modificación parcial, total y/o agregados al marco regulatorio

### **Lineamientos de Acción**

- ✓ Elaborar e implementar plan de trabajo.
- ✓ Homogeneizar condiciones de negociación regional.
- ✓ Definición e implementación de un programa de educación para potenciar la cultura bursátil con la participación de las bolsas de valores, dependencias del gobierno, centros de enseñanza de nivel primario, medio y universitario, y otros participantes del mercado.
- ✓ Adopción e implementación de mejores prácticas internacionales de regulación y supervisión.
- ✓ Desarrollo de un sistema de información del marco regulatorio de la región centroamericana.
- ✓ En base a los acuerdos suscritos por cada una de las bolsas y demás participantes, iniciar un proceso de cabildeo, consulta, incidencia y revisión de los marcos regulatorios, para posteriormente efectuar las modificaciones o reformas pertinentes de reglamentos, leyes y políticas. Esto aplica también para las mismas entidades reguladoras y operativas de los gobiernos de cada país.
- ✓ Para el alcance de resultados inmediatos y de acuerdo a los compromisos suscritos por las bolsas de valores, asegurar la revisión, modificación o reformas de sus reglamentos internos, especialmente en aquellos puntos que son factibles de homologar sin perjuicio de segundos o terceros.
- ✓ Seguimiento, monitoreo y evaluación de las agendas o planes de trabajo.

#### **6.3.3 ETAPA III: (2 A 7 AÑOS)**

- ❖ Desarrollo de la cultura bursátil

### **Lineamiento de Acción**

- ✓ Elaboración e implementación del plan de trabajo.
- ✓ Establecimiento de alianzas a través de convenios, cartas de intención, etc. Entre bolsas, reguladores y centros de educación.
- ✓ Definición e implementación de un programa de educación para potenciar la cultura bursátil con la participación de las bolsas de valores, dependencias del

gobierno, centros de enseñanza de nivel primario, medio y universitario, y otros participantes del mercado.

- ✓ Intercambio de experiencias entre las diferentes bolsas.
- ✓ Implementación de un programa de comunicación.
- ✓ Seguimiento, monitoreo y evaluación de las agendas o planes de trabajo.

#### **6.3.4 ETAPA IV: (3 A 5 AÑOS)**

- ❖ Desarrollo de Infraestructura

##### **Lineamiento de Acción**

- ✓ Elaboración e implementación del plan de trabajo.
- ✓ Establecimiento de alianzas a través de convenios, cartas de intención, etc. Entre bolsas, reguladores y centros de educación.
- ✓ Realizar un estudio sobre la estructura que custodia los valores en cada país.
- ✓ Desarrollar un estudio sobre los procedimientos de negociación y utilización de tecnología de las diferentes bolsas de valores de Centroamérica.
- ✓ Homologación del proceso de liquidación y custodia.
- ✓ Desarrollo de productos comunes, como por ejemplo: la emisión de un bono o título, donde el proceso de negociación, liquidación y custodia pueda implementarse de igual forma en cada una de las bolsas de valores participantes.
- ✓ Seguimiento, monitoreo y evaluación de las agendas o planes de trabajo.

#### **6.3.5 ETAPA V: (2 A 7 AÑOS)**

- ❖ Adopción e implementación de estándares internacionales

##### **Lineamientos de Acción**

- ✓ Elaborar e implementar plan de acción.
- ✓ Hacer un estudio sobre la adopción e implementación de estándares internacionales en los mercados de valores de cada país centroamericano.
- ✓ Establecimiento de alianzas a través de convenios, cartas de intención, etc. Entre bolsas, reguladores y centros de educación.

- ✓ Homogeneizar condiciones de negociación regional.
- ✓ Desarrollo de sistemas de liquidación y compensación eficientes.
- ✓ Socialización de los estándares internacionales con los participantes de los diferentes mercados de valores.
- ✓ Seguimiento, monitoreo y evaluación de las agendas o planes de trabajo.

#### 6.3.6 ETAPA VI: (7 A 10 AÑOS)

- ❖ Desarrollo de productos regionales

#### Lineamientos de Acción

- ✓ Elaborar e implementar plan de acción.
- ✓ Estudio de la oferta y demanda de los diferentes productos y sus volúmenes negociados en las diferentes bolsas de valores de Centroamérica.
- ✓ Desarrollo de productos comunes, como por ejemplo: la emisión de un bono o título, donde el proceso de negociación, liquidación y custodia pueda implementarse de igual forma en cada una de las bolsas de valores participantes.
- ✓ Seguimiento, monitoreo y evaluación de las agendas o planes de trabajo.

### 6.4 PRINCIPIOS QUE FUNDAMENTAN LA PROPUESTA

Según Portela (2012) el proceso de integración de las bolsas debe fundamentarse en los principios de integración, confianza, protección y transparencia. Por lo tanto, retomamos estos principios para el desarrollo de las diferentes etapas de esta propuesta.

**Integración:** la existencia de valores eficientes y transparentes, basado en normas y principios comunes.

**Confianza:** la divulgación de información exacta completa y puntual sobre los emisores de valores.

**Protección:** mejorar la protección de los inversores y aumento de la eficiencia del mercado.

**Transparencia:** los emisores de valores deben asegurar a los inversionistas la transparencia mediante la adopción de estándares de alta calidad en la difusión de información.

## **6.5 PLANES DE ACCIÓN**

La elaboración e implementación de planes de acción en cada una de las etapas de la ruta crítica serán instrumentos claves para facilitar el proceso de integración de las bolsas de valores. Por tanto será necesaria la definición de acciones que permitan alcanzar la armonización, transparencia, actualización periódica y continua de la información generada en los diferentes mercados y bolsas de valores del área centroamericana. Según Portela (2012) los planes de acción deben contemplar lo siguiente:

- Reformas legales
- Reformas reglamentarias
- Reformas de las políticas y procedimientos de supervisión
- Reformas tecnológicas o de infraestructura
- Autoridad competente
- Riesgos de no implementación

## **6.6 DESAFÍOS DEL PROCESO DE INTEGRACIÓN**

Bajo la perspectiva que el proceso de integración debe sortear una serie de obstáculos en el desarrollo del mismo, a continuación se presentan los principales desafíos:

- La homologación del marco regulatorio en la región centroamericana.
- La falta de voluntad política de los gobiernos por fortalecer la institucionalidad de los mercados y bolsas de valores.
- Desarrollo de una agenda regional en un marco de propuestas y resultados.
- El desarrollo de los mercados previo a la integración de las bolsas de valores en Centroamérica.



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Interamericano de Desarrollo. (2003). Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets. Washington, D.C.: Johns Hopkins university
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2010). Estrategia Regional de Regulación y Supervisión del Mercado Bursátil Centroamericano. Recuperado a partir de <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=35535036>
- Barsallo, C. (2005). *Marco Regulatorio: Importancia para la Integración Regional*. Presentado en Foro: Panamá como centro de la Integración Regional del Mercado de Valores Centroamericano, Universidad Interamericana de Panamá
- Bolsa de Valores de Colombia. (2013). Diccionario de Finanzas. Recuperado a partir de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/GlosarioResultado>
- Bolsa de Valores de El Salvador. (2013). Glosario Bursátil. Recuperado a partir de [https://www.bves.com.sv/glosario/g\\_p.htm](https://www.bves.com.sv/glosario/g_p.htm)
- Bolsa de Valores de El Salvador. (2013). Preguntas Generales: ¿Cuáles son las Principales Funciones que realiza la Bolsa de Valores? Recuperado a partir de [https://www.bves.com.sv/faq\\_details.php?id=100](https://www.bves.com.sv/faq_details.php?id=100)
- Bolsa de Valores de Lima. (2013). ¿Qué es la Bolsa y qué es la Bolsa de Valores de Lima (BVL)? Recuperado a partir de <http://www.bvl.com.pe/eduayuda.html>
- Bolsa de Valores de Lima. (2013). Glosario de Términos. Recuperado a partir de [http://www.bvl.com.pe/eduayuda\\_glosario.html](http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html)
- Borboza, J. (2011). Hacia un Convenio Centroamericano de Integración Financiera. Secretaria Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, 45, 6
- Camacho, A; Castro, L; Rodríguez, A. (2001). Impulso de los Mercados Financieros en Centro América (1ra Edición.). Alajuela, Costa Rica: INCAE, CLACDS
- Clavijo, S. (2010). Mercado de Capitales: Integración Bursátil en la Región Andina. Centro de Estudios Económicos, (46), 3
- Cuevas, M. (2007). Perspectivas del Sistema Financiero de Centroamérica 2007. Centro de Investigaciones Económicas Nacionales, BCIE, 74
- Dubón, E. (2008). Consolidación Bancaria en Centro América. Secretaria Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. Recuperado a partir de <http://es.scribd.com/doc/4250899/Consolidacion-Bancaria-en-Centroamerica>

- Federación Iberoamericana de Bolsas. (2012). Handbook FIAB. Principales Productos de las Bolsas de Valores de Costa Rica, El Salvador y Panamá. Recuperado a partir de <http://handbook.fiabnet.org/bolsa-de-valores-de-el-salvador/>
- Federación Iberoamericana de Bolsas. (2003). El Desarrollo en los Mercados de Valores: «Elementos Clave» Hacia la Integración de Mercados.... Presentación, República Dominicana
- Fundación Internacional para el Desafío Económico Global - FIDEG. (2011). El Sistema Bancario en Centro América Después de la Crisis. Recuperado a partir de <http://www.elobservadoreconomico.com/articulo/1160>
- Galindo, A; Izquierdo, A; Rojas, L. (2010). Integración Financiera en Centro América: Nuevos Desafíos en el Contexto de la Crisis Internacional. Banco Interamericano de Desarrollo: Departamento de Investigación y Economista Jefe. Recuperado a partir de [http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubIDB-WP-153\\_esp.pdf](http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubIDB-WP-153_esp.pdf)
- Gómez, J. (2012). Integración bursátil regional, en pausa. Recuperado a partir de <http://www.capital.com.pa/integracion-bursatil-regional-en-pausa/>
- Granados, J. (2006, octubre). El Funcionamiento Idóneo de las Bolsas de Valores en Guatemala. Universidad de San Carlos de Guatemala, Ciudad de Guatemala, Guatemala. Recuperado a partir de [http://biblioteca.usac.edu.gt/tesis/04/04\\_6312.pdf](http://biblioteca.usac.edu.gt/tesis/04/04_6312.pdf)
- Greco, O. (2009). Diccionario Bursátil y Bancario (1ra ed.). Buenos Aires, Argentina: Villetta Ediciones
- Hinestroza, A. (2009). Finanzas Corporativas: Guía Didáctica y Módulo. Fundación Universitaria Luis Amigo, Facultad de Ciencias Administrativas, Económicas y Contables. Recuperado a partir de <http://www.funlam.edu.co/administracion.modulo/NIVEL-08/FinanzasII.pdf>
- Instituto de Educación Superior Siete Colinas de España. (2009b). La Bolsa de Valores y Los Productos Financieros. IES Siete Colinas, 6
- Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV). (1999). Conclusiones de las Primeras Jornadas y Supervisión de Mercados Centroamericanos de Valores (p. 22). Guatemala: IIMV-Agencia Española de Cooperación Internacional
- León, E. (2003). Datos Importantes sobre la Bolsa de Valores. Recuperado a partir de <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/bolsavalemily.htm>
- Linares, D. (2005). ¿Qué son y que hacen las bolsas de valores?
- Naranjo, E. (Sin fecha). Funcionamiento y Estructura de las Bolsas de Valores

Ponce, E. (2012). Bolsa de Valores y Componentes. Recuperado a partir de <http://e-hidrogo.blogspot.com/2012/01/bolsa-de-valores-y-componentes.html>

Portela, P. (2012). Integración de los Mercados de Valores Centroamericanos: Estrategias de Regulación y Supervisión del Mercado Bursátil Centroamericano. Regulación y Supervisión de la Oferta Pública de Valores

Rivas, O. (2005). II Concurso de Monografía de la Comisión Nacional de Valores de Panamá, 24

Rueda, A. (2002). Para Entender la Bolsa: Financiamiento e inversión en el mercado de valores. México, DF: Thompson Learning

Superintendencia de Valores de República Dominicana. (2008). Estudio del Mercado de Valores Centroamérica, Panamá y República Dominicana

World Wide Banking. (2005). Bolsa de Valores. Recuperado a partir de: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

# ANEXOS

## Anexo 1. Guía de Preguntas



Universidad Tecnológica Centroamericana- Global MBA

**Tesis: La Integración de las Bolsas de Valores en Centro América, Limitantes y Propuesta**

Maestranter: Juan Dagoberto Reyes Larreinaga y Osman Rolando Echeverría Alonzo

---

**Nombre:** \_\_\_\_\_

**Puesto:** \_\_\_\_\_

**Empresa:** \_\_\_\_\_ **País:** \_\_\_\_\_

**Teléfono:** \_\_\_\_\_ **email:** \_\_\_\_\_

**Resumen de Experiencia Laboral:**

Estimado entrevistado (a), agradecemos el espacio y gentileza por sus valiosos aportes al desarrollo de la presente guía de preguntas. Estamos seguros que la información brindada será de suma importancia para contar con una perspectiva clara y consecuente a la investigación en el tema de bolsa de valores, propuesta por los suscritos maestrantes del MBA. En otro orden de consideraciones y con el mayor respeto solicitamos que una vez la guía de preguntas ha sido desarrollada favor remitirla a los correos ([juandagoberto.reyes@fao.org](mailto:juandagoberto.reyes@fao.org), [osmanecheverria@gmail.com](mailto:osmanecheverria@gmail.com)) a más tardar a las 12:00 horas del jueves 14 de marzo del 2013.

¡Gracias por la atención!

### **i. Finalidad**

La presente guía de preguntas responde al proceso de elaboración de tesis “La Integración de las Bolsas de Valores en Centroamérica, Limitantes y Propuesta”, como requisito para optar el grado de MBA en la Universidad Tecnológica Centroamericana (UNITEC), Tegucigalpa, Honduras C.A.

La tesis tiene como objetivo determinar los factores que limitan el desarrollo y la integración de las bolsas de valores en Centroamérica y proponer medidas que faciliten la integración.

Las preguntas conllevan a que el entrevistado pueda responder de manera acertada, precisa y en un orden constructivista, partiendo de su experiencia y de su rol en el mercado que participa y la implementación de buenas prácticas.

### **ii. Temas**

- Marco regulatorio
- Cultura bursátil
- Productos
- Infraestructura
- Adopción de estándares internacionales

**Nota:** Los temas enunciados anteriormente no están en un orden de jerarquía o importancia.

### **iii. Desarrollo de la Guía de Preguntas**

#### **Temas**

#### **Marco Regulatorio**

- ✓ Según su rol y función del mercado en el cual usted participa ¿El marco regulatorio es una limitante relevante para la integración de las bolsas de valores en C.A.?  
¿Por qué?

- ✓ ¿Cuáles son los avances y resultados significativos en los últimos años en este tema para la integración de las bolsas de valores en Centroamérica?
  - ✓ ¿Cuáles son las perspectivas e iniciativas de corto, mediano y largo plazo que usted propone para que el marco regulatorio promueva la integración?
  - ✓ ¿Quiénes son los responsables directos en fortalecer y brindar soluciones pertinentes en relación al marco regulatorio?
  - ✓ Considerando los cinco temas centrales en el cual se desarrolla la presente guía de preguntas ¿En qué nivel de importancia del 1 al 5 ubicaría usted este tema?
- 

### **Cultura Bursátil**

- ✓ ¿Cómo explica la importancia que representa el desarrollo de la cultura bursátil dentro del proceso de integración de las bolsas de valores en Centroamérica?
  - ✓ ¿En qué estatus de desarrollo se encuentra el tema de la cultura bursátil en Centroamérica?
  - ✓ ¿Qué actores deben jugar un papel protagónico para desarrollar y facilitar el tema de la cultura bursátil en el mercado donde usted opera? ¿Cuál debería ser su contribución en este tema?
  - ✓ Considerando los cinco temas centrales en el cual se desarrolla la presente guía de preguntas ¿En qué nivel de importancia del 1 al 5 ubicaría usted este tema?
-

## Productos

- ✓ ¿La cantidad y complejidad de productos que se encuentran en el mercado donde usted opera representan una limitante para la integración de las bolsas de valores en Centroamérica? ¿Por qué?
  - ✓ ¿Qué productos deben desarrollarse para facilitar el proceso de integración de las bolsas de valores en Centroamérica?
  - ✓ ¿Quiénes son los responsables para liderar la diversificación de productos bursátiles en Centroamérica? ¿Cuál debería ser su contribución en este tema?
  - ✓ Considerando los cinco temas centrales en el cual se desarrolla la presente guía de preguntas ¿En qué nivel de importancia del 1 al 5 ubicaría usted este tema?
- 

## Infraestructura

- ✓ ¿Cuáles son las principales condiciones operativas, tecnológicas y de procesos del ciclo de operación, liquidación y custodia que limitan o facilitan el proceso de integración de las bolsas de valores en Centroamérica?
  - ✓ ¿Cuáles son los avances y resultados significativos sobre este tema en los últimos años?
  - ✓ ¿Cuáles son las perspectivas e iniciativas de corto, mediano y largo plazo que usted propone en el tema de infraestructura para viabilizar el proceso de integración?
  - ✓ Considerando los cinco temas centrales en el cual se desarrolla la presente guía de preguntas ¿En qué nivel de importancia del 1 al 5 ubicaría usted este tema?
-

## Adopción de Estándares Internacionales

- ✓ En relación a la adopción de estándares internacionales, traducida como la estandarización de emisiones, determinación de curvas soberanas, valoración a precios de mercado de los instrumentos, ciclos de liquidación entre otros ¿Cuáles son las limitantes, avances y resultados significativos en los últimos años en la región centroamericana?
  - ✓ ¿Quiénes son los responsables para liderar la implementación de estándares internacionales en Centroamérica? ¿Cuál debería ser su contribución en este tema?
  - ✓ Considerando los cinco temas centrales en el cual se desarrolla la presente guía de preguntas ¿En qué nivel de importancia del 1 al 5 ubicaría usted este tema?
- 

## Sección Final de Preguntas

- ✓ ¿En su opinión cual podría ser la ruta crítica a seguir (tareas - plazo) en un proceso de integración de las bolsas de valores en Centroamérica?
- ✓ En su opinión ¿Qué entidad (es) cuenta con el perfil estratégico para facilitar y conducir la integración de las bolsas de valores de la región Centroamericana?

## Anexo 2. Glosario Bursátil

**Acción:** es un título que le permite a cualquier persona (natural o jurídica), ser propietario de una parte de la empresa emisora del título, convirtiéndolo en accionista de la misma y dándole participación en las utilidades que la compañía genere (Bolsa de Valores de Colombia, 2013).

**Accionista:** persona natural o jurídica propietaria de una o varias acciones en una compañía comercial, industrial o de otra índole (Bolsa de Valores de Colombia, 2013).



**Ahorro:** es la parte del ingreso disponible que no se consume y que se guarda para cubrir las necesidades de liquidez que se puedan presentar en el futuro (Bolsa de Valores de Colombia, 2013).

**Banca Comercial:** actividad desarrollada por un intermediario del mercado financiero que puede incluir el diagnóstico de empresas, la organización de potenciales compradores, la asesoría de inversionistas en la creación de nuevas empresas e inclusive la consecución de recursos para tales operaciones (Bolsa de Valores de Colombia, 2013).

**Banco Central:** es la institución que emite y administra la moneda legal de un país y ejerce la función de banquero de bancos (Bolsa de Valores de Colombia, 2013).

**Banco Interamericano de Desarrollo (BID):** institución de desarrollo multilateral fundado en 1959 con el fin de ayudar a acelerar el proceso de desarrollo de las economías de América Latina y el Caribe (Bolsa de Valores de Colombia, 2013).

**Banco Mundial:** organización Internacional fundada en 1946, cuyo objetivo principal es ofrecer a más de 100 países en desarrollo y países en transición, préstamos, asesoramiento y una variedad de recursos adaptados a sus necesidades (Bolsa de Valores de Colombia, 2013).

**Bolsa de Valores:** establecimiento privado autorizado por el Gobierno Nacional donde se reúnen los miembros que conforman la Bolsa, con el fin de realizar las operaciones de compra-venta de títulos valores, por cuentas de sus clientes, especialmente (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Bonos:** son valores que representan una deuda contraída por una empresa o dependencia gubernamental y que pagan una renta fija, es decir, retribuyen intereses a una tasa definida que puede ser fija, variable o reajutable, lo importante es que dicha

tasa ha sido establecida desde el momento en que se produce la emisión de estos valores (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Bonos de la Deuda Pública Nacional (BDPN):** títulos de deuda pública de un país, emitidos por la tesorería del Estado, con el objeto de financiar proyectos o déficits específicos (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Capital:** cantidad invertida en una empresa por los propietarios, socios o accionistas (Greco, 2009).

**Casa de Bolsa:** sociedad o casa de corretaje autorizada por la Comisión Nacional de Valores para realizar todas aquellas actividades de intermediación de títulos valores y actividades conexas (Greco, 2009).

**Certificados de Negociación de Liquidez (CENELIS):** son títulos emitidos por el Banco Central de Reserva de El Salvador con el fin de realizar un manejo eficiente de sus flujos de fondos, es decir para manejo de la Tesorería del Banco Central. Los Plazos van desde 4 hasta 364 días (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Cobertura:** provisión de fondos para asegurar una operación bursátil (Greco, 2009).

**Colocación de Recursos:** proceso en el que se utilizan los recursos que fueron adquiridos durante el proceso de captación, para extender créditos a algún otro agente (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Compensación:** proceso por medio del cual, y con el fin de ahorrar tiempo y dinero, se confrontan los créditos y los débitos de varios titulares unidos por relaciones comerciales a través de una oficina común (Cámara de Compensación), de tal modo que solo se liquidan las diferencias (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Corredor:** es la persona legalmente autorizada para realizar las transacciones de compra y venta de valores que se realizan en la rueda de Bolsa (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Desmaterialización:** es la conversión de certificados o documentos físicos que representan un valor emitido por una empresa, en registros computarizados o anotaciones en cuenta (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Deuda:** obligación contraída por la cual uno debe abonar una suma de dinero, entregar un bien o prestar un servicio (Greco, 2009).

**Emisión:** conjunto de títulos o valores, efectos de comercio, que se crean para ponerlos en circulación (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Emisor:** son todas aquellas empresas o entidades gubernamentales que emiten valores con la finalidad de obtener dinero para financiar sus actividades (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Empresa:** se trata de una organización que tiene objetivos definidos, como el lucro y el bien común o la beneficencia y para cuya consecuencia utiliza factores productivos y produce bienes y servicio (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Homologación:** es la acción de poner en relación de igualdad y semejanza dos cosas.

**Índices bursátiles:** indicadores que expresa la tendencia promedio de los valores más representativos de un mercado bursátil (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Inversión:** empleo del capital con el objetivo de obtener beneficio en el mediano o el largo plazo (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Inversionista:** ahorrista, ahorrador (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Inversor:** individuo o institución que aplica capital propio o de terceros con el objetivo de obtener beneficios en el mediano o el largo plazo (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Letras del Tesoro (LETES):** son certificados o títulos de crédito de corto plazo, en ellos se consigna la obligación del gobierno a pagar su valor nominal a la fecha de su vencimiento o en forma anticipada si el portador está de acuerdo. Son valores negociables que emite el Ministerio de Hacienda para subsanar deficiencias temporales de la Caja del Tesoro Público. Pueden existir emisiones a diferentes plazos según las necesidades del Ministerio de Hacienda, el cual puede ser máximo hasta un año (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Liquidación:** operación que consiste en la entrega de títulos por el vendedor y de dinero por el comprador (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Mercado Bursátil:** organización formal del mercado de valores propia de las Bolsas de Valores (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Mercado de Capitales:** es el conjunto de instituciones, instrumentos financieros y canales que hacen posible el flujo de capitales desde las personas que ahorran hacia las que invierten. El mercado de capitales se orienta hacia el mediano y largo plazo (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Mercado de Valores:** segmento del mercado de capitales, al que concurren ofertantes y demandantes de valores mobiliarios, en donde se transan valores negociables desde su emisión, primera colocación, transferencia, hasta la extinción del título, en que intervienen unidades deficitarias o superavitarias actuando como intermediarios los bancos, instituciones financieras y la bolsa de valores a través de sus agentes de intermediación. Está conformado por el mercado primario y el mercado secundario (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Mercado Primario:** es el proceso de venta inicial de una emisión de títulos valores, también conocido como colocación primaria, es decir, es aquel donde se colocan y negocian por primera vez los títulos que se emiten (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Mercado Secundario:** es aquel donde los instrumentos financieros o los títulos valores que se han colocado en el mercado primario son objeto de negociación. El mercado secundario les da liquidez a los valores existentes. Generalmente, estas negociaciones se realizan en las Bolsas de Valores (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Mercado:** lugar donde se efectúan operaciones de compraventa de determinados bienes. Conjunto ideal de actos de compra y venta de bienes determinados en un tiempo y un espacio específicos (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Notas de Crédito del Tesoro Público (NCTP):** son títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda, por medio de la Dirección General de Tesorería, para devolver a los contribuyentes impuestos pagados en exceso determinados en las resoluciones emitidas por las instituciones administradoras de impuestos. Los vendedores de NCTP (los exportadores) valoran el bajo costo de obtener liquidez con estos títulos, mientras que los compradores (los inversionistas) valoran su atractivo rendimiento y la posibilidad de pagar impuestos con ellos (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Obligación:** título negociable, nominal o al portador, entregado por una sociedad o una colectividad pública a quienes le prestan capitales. Para la empresa emisora es una especie de deuda (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Operaciones Bursátiles:** es aquella que se realiza a través de una bolsa de valores (Bolsa de Valores de Colombia, 2013).

**Papeles Bursátiles para el Desarrollo (PBD):** son títulos cuyo plazo es de hasta 360 días (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Reporto:** acuerdo o contrato de compra venta de títulos mediante el cual el comprador adquiere la obligación de transferir nuevamente al vendedor inicial la propiedad de los títulos, dentro de un plazo de 2 a 45 días y bajo las condiciones fijadas de antemano en el negocio inicial. Es un vehículo para un crédito a corto plazo, en el cual la propiedad del título es temporalmente trasladada a quien recibe el crédito (Bolsa de Valores de El Salvador, 2013).

**Renta variable:** es cuando se compra una acción y la inversión se determina por las utilidades que obtiene la empresa, así como las posibles variaciones en el precio de la misma, según las condiciones existentes en el mercado (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Renta fija:** es el rendimiento de un título-valor, fundamentalmente obligaciones, cuya remuneración está predeterminada en el momento de la emisión, normalmente en forma de interés (Bolsa de Valores de Lima, 2013).

**Valores:** títulos, certificados o documentos emitidos por una empresa que otorgan derechos a sus poseedores, y que son libremente transferibles. Pueden ser acciones, bonos, letras hipotecarias, instrumentos de corto plazo, etc. (Bolsa de Valores de Lima, 2013).