



**FACULTAD DE POSTGRADO TESIS DE POSTGRADO**

**EL IMPULSO DE LOS FONDOS DE  
PENSIONES PRIVADOS EN EL  
DESARROLLO DEL MERCADO DE  
VALORES HONDUREÑO**

**SUSTENTADO POR:**

**EDUARDO ENRIQUE PAZ ZELAYA  
GABRIELA ALEJANDRA PAZ ZELAYA**

**PREVIA INVESTIDURA AL TÍTULO DE**

**MÁSTER EN  
FINANZAS**

**TEGUCIGALPA M.D.C, FRANCISCO MORAZÁN, HONDURAS,  
C.A.**

**JULIO 2017**

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA CENTROAMERICANA**

**UNITEC**

**FACULTAD DE POSGRADO**

**AUTORIDADES UNIVERSITARIAS**

**RECTOR**

**MARLON ANTONIO BREVE REYES**

**SECRETARIO GENERAL**

**ROGER MARTINEZ MIRALDA**

**DECANO DE LA FACULTAD DE POSGRADO**

**JOSÉ ARNOLDO SERMEÑO LIMA**



## FACULTAD DE POSTGRADO

### EL IMPULSO DE LOS FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS EN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES HONDUREÑO

**EDUARDO ENRIQUE PAZ ZELAYA  
GABRIELA ALEJANDRA PAZ ZELAYA**

#### Resumen

La combinación de un sistema de reparto maduro y una población que envejece puede llevar a la crisis a cualquier sistema financiero. Si a esto, se le agrega administraciones deficientes, poco preocupados en ofrecer incentivos que fomenten el ahorro de los habitantes con desigualdad de ingresos; conducen con certeza a una catástrofe. Situación de la cual estuvieron muy cerca los fondos de pensiones públicos hondureños cuando fueron descapitalizados por el propio gobierno. Recientemente el país tuvo reformas en la legislación de estos fondos y un auge de los sistemas de capitalización individual; sistema con un gran potencial para contribuir al ahorro y al mercado financiero, que puede convertirse en un compañero ideal por sus inversiones a largo plazo. El objetivo de estudio fue conocer la situación actual del mercado de valores hondureño, y el impulso que los fondos de pensiones privados proporcionarían a éste. Para obtener la información, se entrevistó a los actores clave tanto del fondo de pensiones como del mercado de valores. Los hallazgos presentados mediante gráficos y proyecciones permitieron conocer los instrumentos que actualmente se transan en el mercado de valores hondureño, el impulso que propiciaría al mercado el capital económico inyectado por parte de los fondos de pensiones privados; además de la inminente necesidad de crear nuevos instrumentos que permitan explotar los demás mercados, como el de la renta variable o de reportos.

claves e instrumentos que deben ser impulsados a la par el desarrollo de dicho mercado.

**Palabras Clave:** Bolsa de Valores | Finanzas | Fondos de Pensiones | Inversiones | Mercado de Valores.



## **GRADUATE SCHOOL**

# **THE IMPROVEMENT OF PRIVATE PENSION FUNDS IN THE DEVELOPMENT OF THE HONDURAN STOCK MARKET**

**EDUARDO ENRIQUE PAZ ZELAYA  
GABRIELA ALEJANDRA PAZ ZELAYA**

### **Abstract**

The combination of a mature distribution system and an aging population can lead to crisis in any financial system, if this is compounded with poor administrations with poor performance to provide incentives that encourage savings in people with unequal income ; Lead with certence to a catastrophe. Situation of which the Honduran public pension funds were very close when they were decapitalized by the government itself. The country has recently had reformations in the legislation of these funds and a boom in individual capitalization systems; A system with great potential to contribute to saving and the financial market, which can become an ideal partner for their long-term investments. The objective of the study was to know the current situation of the Honduran share market and the impetus that private pension funds would provide to it. To obtain the information, the interview were key actors of both the pension fund and the share market. The findings presented through graphs and projections allow to conclude the instruments currently traded in the Honduran share market, the impulse that would propitiate to that market the capital that will be injected by the private pension funds; In addition to the imminent need to create new instruments that will lead Honduras to exploit other markets such as stocks or repo.

**Key Words:** Finance | Investments| Pensions Funds |Financial Market | Stock Market

## **DEDICATORIA**

A todos los que mediante el estudio y la aplicación de nuevos conocimientos queremos salir adelante y desarrollar Honduras. ¡Felicidades!

**Eduardo Enrique Paz Zelaya**

A Dios.

Por permitirme llegar hasta este punto y haberme dado salud, sabiduría y conocimiento para culminar esta etapa de mi formación académica, además de su infinita bondad y amor.

A mis padres, Ernesto y Sonia.

Por ser el pilar fundamental en todo lo que soy; por sus consejos, perseverancia y valores que me ha infundado siempre, pero sobre todo por su amor.

A mis hermanos, Eduardo e Isabel.

Por su apoyo, comprensión y motivación en todo momento

**Gabriela Alejandra Paz Zelaya**

## **AGRADECIMIENTO**

Agradezco al señor por regalarme el don de la vida y permitirme cumplir este nuevo logro en mi carrera profesional, a mis padres que siempre me alientan a seguirme superando y que desde ya están preguntando ¿para cuándo el doctorado?, y por ultimo pero no menos importante a mis hermanas y amigos que siempre estuvieron apoyándome.

**Eduardo Enrique Paz Zelaya**

Me gustaría expresar mi más profundo y sincero agradecimiento a mi jefe, por su orientación, motivación y apoyo a lo largo de estos años. Quisiera hacer extensiva mi gratitud a mis compañeros del Centro de Recursos para el Aprendizaje y la Investigación de Unitec y Ceutec por su colaboración y comprensión. También quiero dar las gracias a mis amigos y compañeros de clases por su amistad.

Un agradecimiento especial se merece la comprensión, ánimo y paciencia recibidos de mi familia.

**Gabriela Alejandra Paz Zelaya**

# ÍNDICE DE CONTENIDO

<b>CAPÍTULO I. PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN</b>	<b>1</b>
definido.	
1.1 INTRODUCCIÓN .....	1
1.2 ANTECEDENTES.....	2
1.3 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA .....	3
1.3.1 Preguntas de Investigación.....	3
1.4 OBJETIVOS DEL PROYECTO.....	4
1.4.1 Objetivo General .....	4
1.4.2 Objetivos Específicos .....	4
1.5 JUSTIFICACIÓN.....	4
<b>CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO.....</b>	<b>6</b>
2.1 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL.....	6
2.2 TEORÍAS.....	19
2.3 CONCEPTUALIZACIÓN.....	20
2.4 MARCO LEGAL.....	23
<b>CAPÍTULO III. METODOLOGÍA .....</b>	<b>38</b>
3.1 supuesto de la investigación.....	38
3.2 DIMENSIONES DEL ESTUDIO.....	38
3.3 Enfoque .....	40
3.4 diseño de la investigación .....	41
<b>CAPÍTULO IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS .....</b>	<b>45</b>
4.1 Estado actual del mercado de valores en honduras .....	45
4.1.1 Opciones de Inversión en Honduras.....	45
4.2 Estadísticas del Mercado de Valores en Honduras y AFP's.....	48
4.3 IMPULSO del mercado de valores en honduras a través de los fondos de pensiones privados .....	50
4.3.1 Creación de nuevos Mercados.....	60
<b>5 CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....</b>	<b>62</b>
5.1 CONCLUSIONES .....	62
5.2 RECOMENDACIONES .....	63
<b>REFERENCIAS.....</b>	<b>64</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>66</b>

<b>ANEXO 1.</b> .....	<b>66</b>
<b>ANEXO 2.</b> .....	<b>69</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

<b>Tabla 1. Fondos Privados de Pensiones</b> .....	<b>15</b>
Tabla 2. Instrumentos utilizados en Honduras desde el 2012 a junio de 2017 .....	45
Tabla 3. Instrumentos utilizados en las Bolsas de Valores de Centroamérica.....	47
Tabla 4. Montos transados desde el 2013 al 2015 en millones de Lempiras .....	48
Tabla 5. Proyecciones escenario Optimista .....	55
Tabla 6. Proyecciones escenario Pesimista.....	56
Tabla 7. Valores transados en la Bolsa (Cifras en millones de L.).....	56
Tabla 8. Comportamiento del Saldo de la Deuda Interna de Honduras.....	57
Tabla 9. Proyección de valores a ser transados en el Mercado de Valores .....	58
Tabla 10. Participación de los Fondos de Pensiones privados en el Mercado de Valores	59

## ÍNDICE DE FIGURAS

Ilustración 1: <b>El Mercado de Valores</b> .....	6
Ilustración 2: Proceso de Inversión en Bolsa .....	13
Ilustración 3. Cotizantes o afiliados como porcentaje del total de trabajadores (edades entre 15 y 64 años), alrededor de 2010.....	17
Ilustración 4. Inversiones en Préstamos.....	18
Ilustración 5. Comportamiento de los Instrumentos Financieros de Honduras por monto transado desde el 2013 al 2015 .....	49
Ilustración 6. Cartera de Inversión.....	49
Ilustración 7. Inversiones de las AFP's Públicas .....	49
Ilustración 8. Fondos disponibles de las AFP's privadas .....	51
Ilustración 9. Crecimiento anual en Activos por AFP .....	52
Ilustración 10. Crecimiento anual de la cartera del sector de Pensiones Privado.....	53
Ilustración 11. Porcentaje de Inversión de las AFP's Públicas en el Mercado de Valores.....	54
Ilustración 12. Proyección del Total de Cartera versus lo que se invertirá en el Mercado de Valores (Millones de Lempiras).....	55
Ilustración 13. Relación de Crecimiento Valores Transados en Bolsa respecto al comportamiento de la Deuda Interna.....	59

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

## **1.1. INTRODUCCIÓN**

Los fondos de pensiones privados son una característica reciente del sistema financiero mundial, que coincide con los cambios institucionales ocurridos en los años setenta. En Honduras los fondos de pensiones están comenzando a desarrollarse, pero ya poseen una captación de fondos considerables.

Durante esta investigación se pretende comparar el papel que han jugado los fondos de pensiones públicos, en el desarrollo del mercado de valores hondureño y los retos que podría afrontar el país con la incursión de este nuevo capital en el mercado.

Para ello se plantean objetivos específicos que guiarán el rumbo de la tesis desde la definición del mercado de valores y fondos de pensiones hasta los volúmenes negociados, además de los instrumentos con los que cuenta. Para poder concluir con el impulso de los fondos de pensiones privados en el desarrollo del mercado de valores hondureño

## 1.1 ANTECEDENTES

Los mercados de valores son de suma y vital importancia para muchas economías a través del mundo, países desarrollados como Estados Unidos, Japón y países de Europa, cuentan con Bolsas de Valores, altamente desarrolladas y que juegan un papel fundamental para crear valor en el ámbito empresarial y a nivel de Gobierno (Bolsa y Fondos de Inversión, 2011).

En Honduras, la situación es muy diferente con respecto a los países arriba mencionados, ya que el mercado de Valores no ha alcanzado el desarrollo esperado por dos razones:

La primera, es porque hasta este momento su principal cliente sigue siendo el gobierno de la república, quien lo utiliza como un medio para percibir recursos frescos a través de letras y bonos; y la segunda se debe a que el sistema financiero es quien adquiere los instrumentos financieros convirtiéndose éste en el proveedor más importante, aunque la Bolsa de Valores hondureña funciona desde los años 90.

Ya para el año 2010, y, después de dos décadas del funcionamiento de la Bolsa de Valores en el país, se observa un crecimiento considerable que sobrepasa los montos transados año con año tanto para el sector público como para el sector privado aún y cuando no se ofrece diversidad de instrumentos y cuenta con pocos participantes.

En el año 2015 se crean los primeros fondos de pensiones en Honduras y en menos de dos años de la fundación de los primeros fondos el número de instituciones está cerca de duplicarse y llegar a 4 solo a la espera de ser aprobadas por parte de las Comisión Nacional de Banca y Seguros (CNBS).

La participación de los fondos de pensiones en el mercado de valores aumentaría su dinamismo y liquidez e, inclusive, podría generar menores costos de financiamiento para las entidades emisoras al existir alta demanda de títulos por tales inversores. Todo esto podría

colaborar con el crecimiento económico y el desarrollo de la competencia en el mercado de valores y en el sistema financiero. (Duarte, 2015)

En varios países como Chile se ha utilizado este ahorro que poseen los fondos de pensiones para desarrollar sus mercados de valores, ya que por las características que poseen al ser inversiones a largo plazo proveen grandes beneficios para el mercado y se podrán financiar proyectos de gran envergadura en los distintos sectores del país que tanto lo necesitan.

## 1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

¿Es la participación de los Fondos de Pensiones Privados los que impulsarán el Mercado de Valores en Honduras durante el año 2017?

### 1.2.1 Preguntas de Investigación

Para el logro de los objetivos propuestos se plantean las siguientes preguntas que guiaran el proceso investigativo.

- ¿Cuál es la situación actual del Mercado de Valores en Honduras y que posibilidades existen para que éste se desarrolle por medio de los fondos de pensiones privados?
- ¿Cuáles son las opciones de inversión que en la actualidad se promueven en el Mercado de Valores de Honduras?
- ¿Qué porcentaje de participación representarían los fondos de Pensiones Privados en el mercado de capitales hondureños?
- ¿Cuál es la relación entre el riesgo no diversificable y la administración de fondos privados de pensiones?

## 1.3 OBJETIVOS DEL PROYECTO

### 1.3.1 Objetivo General

- Conocer la situación actual del mercado de valores en Honduras y las posibilidades que existen de que se desarrolle por medio de los fondos de pensiones privados.

### 1.3.2 Objetivos Específicos

- Analizar las opciones de inversión que actualmente se suscitan en el Mercado de Valores de Honduras.
- Identificar el porcentaje de participación que representarían los fondos de pensiones en el mercado de capitales hondureño. la potencialidad de desarrollo de éste a través de los Fondos de Pensión.
- Determinar la relación entre el riesgo no diversificable y la administración de fondos privados de pensiones.

## 1.4 JUSTIFICACIÓN

En esta investigación y tomando en cuenta lo expuesto por Hernández-Sampieri 6ta. Edición, Capítulo 3, página 40, los criterios para evaluar la importancia potencial de una investigación son cinco: conveniencia, relevancia social, implicaciones prácticas, valor teórico y utilidad metodológica. Todos los criterios antes mencionados se encuentran presentes en la investigación a desarrollar, haciendo de ésta, un tema muy interesante y de mucha importancia para el actual Mercado de Valores de Honduras, hasta este momento desconocido por la mayoría de la población hondureña.

El estudio proporcionará datos significativos, tales como: la situación actual del Mercado de Valores hondureño (antecedentes, funciones, cifras manejadas en la actual Bolsa y su estructura organizacional; así como el impacto económico que causarían los AFP's en el Mercado de Valores en Honduras sobre todos sus participantes.

Además se analizarán las posibilidades que existen para un desarrollo a corto y mediano plazo del mercado de valores, tomando en cuenta la inyección de capital que pueden brindar los fondos de pensiones privados, basándose en las tendencias de comportamiento que se han obtenido en otros países.

Esta investigación tendrá implicaciones prácticas ya que debido a que en Honduras el Mercado de Valores no se encuentra muy desarrollado, se plantea como una alternativa la inversión a través de los fondos de pensiones privados, los cuales gozan de un peculiar atractivo por la capacidad para generar rendimientos constantes y de largo plazo. Su incorporación al mercado de valores interesa a las empresas emisoras de valores para financiamiento y a los afiliados que aportan a los Fondos de Pensiones. El Sistema Privado de Pensiones toma importancia en la economía del país por lo que conviene dar alternativas de mejoras que contribuyan a su desarrollo.

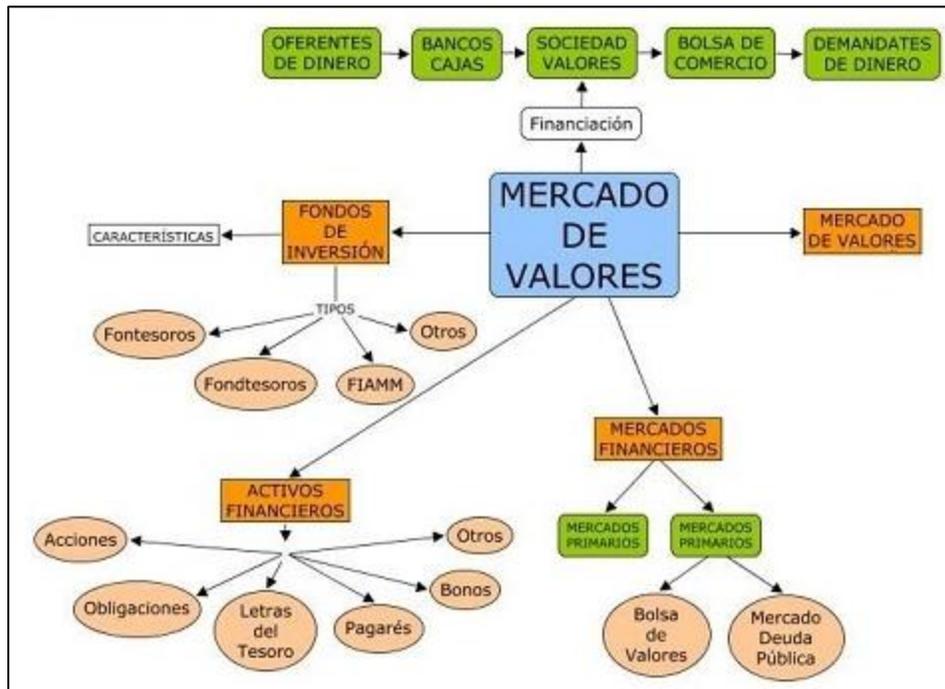
# CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

## 2.1 ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL

### Mercado de Valores:

El mercado de valores es un mecanismo en el que concurren los ciudadanos y empresas para invertir en valores que le produzcan eventualmente una ganancia o para captar recursos financieros de aquellos que lo tienen disponible. A quienes concurren a captar recursos se les denomina *emisores* y a quienes cuentan con recursos disponibles para financiar se les denomina *inversores*. (Finanzas, Portal de Transparencia Económica, 2017)

Ilustración 1: El Mercado de Valores



Fuente: (Enciclopedia Financiera, 2017)

En un mercado de valores se transan instrumentos a corto plazo, bonos, acciones, etc.

Estos valores brindan ganancias a los participantes (dividendos) en la adopción de acuerdos

sociales o en la recepción de pagos periódicos de intereses. Una de las principales diferencias entre el mercado de valores y el sistema bancario es que las empresas que solicitan préstamos al banco reciben el dinero sin tener ningún tipo de relación o contacto con el depositante; de igual forma el ahorrante efectúa el depósito en una cuenta bancaria sin saber qué hará el banco con su dinero, esto es lo que se denomina 'intermediación indirecta'. Por otra parte el mercado de valores interactúa directamente la empresa que capta recursos y el inversor que se los proporciona intermediación directa'. Otra diferencia es que los precios de los valores negociados en un mercado de valores corresponden al encuentro directo entre oferta y demanda de financiamiento.

Dentro del mercado de valores se encuentra el mercado primario que es donde se negocian las primeras emisiones de títulos de capital o deuda que son empresas que emiten porque necesitan financiamiento; de igual forma existe un mercado secundario que es donde los valores ya emitidos se pueden negociar; es decir que cuando el valor se encuentre en poder del inversor, éste sin problema alguno puede venderlo y recibir dinero a cambio y así sucesivamente conformando el mercado secundario.

En un mercado secundario podemos encontrar diferentes como el mercado de letras de cambio, hipotecas, acciones y crédito en general; sin embargo el mercado secundario organizado más importante es la Bolsa de Valores.

Los recursos del público suelen canalizarse al mercado de valores a través de inversores especializados, que reúnen grandes cantidades de dinero y destinan tiempo y dinero para obtener la información necesaria para diversificar el riesgo y hacer una buena inversión. A ellos se les conoce como "*inversionistas institucionales*".

Son inversionistas institucionales los sistemas previsionales (AFPs y otros fondos estatales), los bancos, las compañías de seguros, los fondos mutuos y los fondos de

inversión. Estos actores tienen en común el manejo de importantes sumas de dinero sobre las cuales deben obtener una rentabilidad. (Finanzas, Portal de Transparencia Económica, 2017)

Los registros sobre la creación de la Bolsa Hondureña de Valores revelan que en el diario oficial La Gaceta del año 1988 según acuerdo número 115 se emite el Reglamento de Bolsa de Valores, y en el año de 1990 se inicia la actividad bursátil en Honduras con la creación de la Bolsa Hondureña de Valores teniendo como sede la ciudad de San Pedro Sula; mientras que la Bolsa Centroamericana de Valores inicia en el año 1993 con sede en Tegucigalpa. Una vez operadas estas bolsas, fueron autorizadas para efectuar intermediación bursátil importantes casas de bolsa.

En los primeros años se tranzaban instrumentos de renta fija los cuales fueron emitidos por el sector privado. La bolsa Hondureña de valores dejó de operar en el año 2004 a raíz que en octubre de 1998 tuvo efectos devastadores en el Sistema Financiero por el huracán Mitch; debido a este hecho quedó operando únicamente la Bolsa Centroamericana de Valores.

Las experiencias registradas producto de la crisis pusieron en evidencia la urgencia de un marco legal más sólido, lo que se materializa con la Ley de Mercado de Valores aprobada mediante el Decreto No 8-2001, publicada en el Diario Oficial La Gaceta el 9 de junio del 2001, la que es complementada con la reglamentación y normativa correspondiente. (BCV, 2017)

Del año 2000-2010 la Bolsa tuvo situaciones críticas, pero en el 2011 se alcanzaron volúmenes de operaciones registradas en la Bolsa desde su fundación, con una cifra de L 125.2 Mil Millones de Lempiras, equivalente a US\$ 6.6 Mil Millones de Dólares de los Estados Unidos de Norte América.

En el año 2012 la Bolsa instala un sistema automatizado para el manejo de las transacciones bursátiles, que posibilitará el desarrollo de nuevos productos.

En el Mercado de Valores en Honduras se logran identificar los siguientes participantes, con la finalidad de llevar a cabo las operaciones económicas. (Moral Bello, 2001):

**Inversionistas:** Son los que ponen a disposición activos financieros o efectivo a las empresas u organismos que lo necesitan, con la finalidad de generar intereses a partir del valor invertido.

**Intermediarios:** Son instituciones o agentes especialistas que buscan poner en contactos a aquellos que poseen recursos con las empresas que presentan déficit y necesitan dichos recursos. Según el Artículo 60 de la Ley de Valores No. 19-00, se entiende por intermediario de valores a la persona física o jurídica, nacional o extranjera, que ejerza, de forma habitual, actividades de intermediación de valores objeto de oferta pública, ya sea en el mercado bursátil o extrabursátil. Los intermediarios tienen que ser autorizados a operar por la superintendencia de valores, en base a los requisitos establecidos en el reglamento de la ley.

### **Intermediarios de Valores**

Los intermediarios de la bolsa de valores están compuestos por:

- Puesto de bolsa.
- Agente de bolsa.
- Corredores de valores.

Agente de valores es la sociedad de personas que negocian activos en la bolsa de valores por cuenta de sus clientes. Corredores de valores, puede ser tanto una persona física como jurídica que tiene como principal objetivo realizar operaciones de corretaje con autorización de la superintendencia de valores.

### **Obligaciones de la bolsa de valores**

- Supervisar a sus asociados

- Proporcionar información al público
- Diseñar e implementar su reglamento interno
- Informar a la CNBS sobre sus operaciones
- Llevar registros de las casas de bolsas y corredores
- Servicios de liquidación, custodia y compensación de valores.

**Ventajas de Invertir en la Bolsa (BCV, 2017):**

- El Inversionista tiene la oportunidad de elegir el tipo de inversión que desea, adquiriendo a precio de mercado
- Se cuenta con información del Mercado de Valores, amplia, veraz y oportuna.
- Cuenta orientación de agentes corredores de Bolsa especializados.
- Dispone de diversas alternativas de inversión, en condiciones de transparencia, equidad e igualdad de oportunidad.
- Porque el Mercado Bursátil se encuentra regido por la normativa vigente que enmarca el Mercado de Valores. Así mismo, las Bolsas de Valores cuentan con mecanismos de autorregulación para velar por la transparencia y eficiencia en las transacciones de valores que en estas se realizan
- Los participantes del Mercado de Valores (Bolsa de Valores, Casas de Bolsa y Emisores) se encuentran regulados por la CNBS en base al marco legal vigente.

**La Bolsa Centroamericana de Valores, S.A., (BCV)** es una institución privada de carácter comercial que proporciona el lugar, las instalaciones físicas y las condiciones óptimas

para que se lleven a cabo las negociaciones de títulos valores, tales como pagarés, bonos, certificados, acciones, reportos y otros (BCV, 2017).

- La BCV forma parte del sistema financiero hondureño, regulado por la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS) y autorizada por el Banco Central de Honduras (BCH)
- Es una sociedad anónima compuesta por 21 accionistas, con un capital social de VEINTE MILLONES DE LEMPIRAS (L.20, 000,000.00)
- La BCV está regida por los siguientes órganos: Asamblea General de Socios, Consejo de Administración, Comité Ejecutivo, Comité de Auditoría y Órgano de Vigilancia.

La BCV ha autorizado ocho (8) casas de bolsa quienes representan a emisores e inversionistas que transan títulos valores.

- Promociones e Inversiones en Bolsa, S.A. (PROBOLSA)
- LAFISE Valores de Honduras, S.A. Casa de Bolsa
- Casa de Bolsa de Valores, S.A. (CABVAL)
- Promotora Bursátil, S.A. (PROBURSA)
- Mercantil de Valores, S.A. Casa de Bolsa. (MERVALORES)
- Fomento Financiero S.A. Casa de Bolsa (FOFISA)
- Casa de Bolsa Continental, S.A.
- SONIVAL Casa de Bolsa

Es fundamental el tratamiento tributario a las inversiones y a los inversores institucionales, así como a los vehículos que estos utilicen para canalizar sus recursos. Un ejemplo de cómo la legislación tributaria puede obstaculizar el desarrollo de los fondos de inversión es el tratamiento vigente del impuesto a la renta que grava las utilidades de estos fondos, sin considerar que éstos son únicamente una herramienta neutral por la que fluyen los

recursos. Esta situación impide la participación de ciertos inversores importantes, que como las AFPs gozan de una exoneración al impuesto a la renta, puesto que la utilidad que les correspondería se grava de todas maneras antes de que les sea distribuida. (Finanzas, Portal de Transparencia Económica, 2017)

Dentro de los productos bursátiles que se transan en la Bolsa Centroamericana de Valores se encuentran:

- Certificados de Depósito a Plazo

Título de crédito nominativo o al portador emitido por instituciones de crédito que documentan depósitos a plazo.

- Bonos Corporativos Entidades Financieras

Títulos Valores de crédito emitido en serie que documenta obligaciones de pago a cargo de empresas del sistema financiero nacional, a un plazo determinado (3, 5 y 7 años), cuya característica es que quienes lo compran tienen derecho a percibir intereses o una renta fija, además de obtener el reembolso del valor del bono cuando expira el plazo de su vencimiento.

- Letras Banco Central de Honduras y SEFIN

Son obligaciones representadas mediante anotación en cuenta emitidas por el BCH y la Secretaría de Finanzas, con el propósito de regular la oferta monetaria. Este instrumento de renta fija puede ser emitido hasta por un año plazo y se caracteriza por ser: cupón cero (no paga intereses periódicos) ; se negocia a descuento (el valor que se paga en la fecha de compra es inferior al valor nominal) ; su valor nominal se cancela en la fecha de su vencimiento, de tal forma que en esa fecha el inversionista percibe el valor que resulta de restar el valor nominal y el valor pagado originalmente.

- Bonos SEFIN

Estos valores, son obligaciones de deuda emitidas por el Gobierno de Honduras con el propósito de captar recursos para financiar sus necesidades presupuestarias. ¿Estos valores son emitidos con estándares internacionalmente reconocidos para este tipo de instrumentos, es decir, se emiten a mediano plazo (3, 5 y 7 años), con vencimientos superiores a un año? Incluyen pagos periódicos de intereses (semestrales, por lo general) y el pago del capital al vencimiento, razón por la cual son catalogados como bonos con cupón o valores con tasa fija.

Ilustración 2: Proceso de Inversión en Bolsa



Fuente: (BCV, 2017)

En los primeros 20 años que en Honduras ha operado el mercado bursátil (1990-2009) hubo registro de transacciones por 467,963.6 millones de lempiras. Del 2010-2013 las transacciones incrementaron a 490,916.9 millones de lempiras; esto significa que en los últimos 4 años se tranzaron 4.9% más que el resto de años anteriores.

El 100% de la actividad bursátil del mercado de valores en Honduras está representado por títulos de renta fija, específicamente letras, bonos y certificados de depósito a plazo fijo. El 99% de los valores negociados son emitidos por el Estado; de estos, más del 95% está representado por letras del Banco Central de Honduras. Las emisiones privadas 1% restante (Espinoza, 2014).

### **Los Fondos de Pensiones:**

El Sistema de Pensiones se basa en la capitalización individual del ahorro previsional de los afiliados. Esto significa que cada trabajador afiliado al sistema efectúa mensualmente un aporte previsional que es un porcentaje de su remuneración, el cual es acumulado en una Cuenta de Capitalización Individual, que aumenta de acuerdo a los aportes que realiza el trabajador y a la rentabilidad obtenida con la inversión de sus fondos (Aportes y fondos previsionales en la gestión del Sistema Privado de Pensiones – SPP, en el Perú)

En Honduras la historia de los fondos de pensiones se remonta al año 1906 cuando el Gobierno de la Republica emite una ordenanza para proteger a los militares en caso de invalidez, retiro o heridas de guerra además de proteger a los familiares directos.

En el año de 1957 se aprueba y emite el Decreto Legislativo No.21 que delega al Instituto Hondureño de Seguridad Social (IHSS), la administración de los servicios de Seguridad Social , en 1970 se emite la ley de jubilaciones y Pensiones del Magisterio la cual entra en vigencia al año siguiente.

Todos estos esfuerzos iban de la mano por proteger a los empleados públicos durante su vejez y darles un retiro digno. Pero los empleados privados aún estaban desprotegidos en este

sentido y tuvieron que esperar hasta el año 2002 para la emisión de una Ley del Régimen Opcional Complementario Para La Administración de Fondos de Privados de Pensiones.

Actualmente los hondureños disponen de cuatro fondos de pensiones privados, a los cuales la ley les exige devolver rendimientos de entre el nueve y diez por ciento anual. A diferencia de los fondos de pensiones públicos en los fondos de pensiones privados la afiliación es voluntaria.

**Tabla 1. Fondos Privados de Pensiones**

	<b>Fondos Privados de Pensiones</b>
1	Régimen de Aportaciones Privadas
2	Administradora de Fondos de Pensiones Ficohsa, S.A.
3	Administradora de Fondos de Pensiones Atlántida, S.A.
4	Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías BAC  Pensiones Honduras, S.A

Fuente: Instituciones supervisadas por la comisión nacional de bancos y seguros

### **CARACTERISTICAS DEL SISTEMA DE PENSIONES**

El 6 de diciembre del 2002 entra en vigencia el Decreto N° 319-2002 que sienta las bases del Sistema de Pensiones hondureños e incorpora la figura de las Administradoras de Fondos de Pensiones AFP's y tiene como objetivo regular el funcionamiento y operación de aquellas Sociedades Mercantiles que se dediquen a la Administración de Fondos Privados Voluntarios de Pensiones y Cesantías a través de cuentas individuales (Decreto No. 319-2002)

El Banco Central de Honduras (BCH) autoriza la operación de las AFP's previo a un dictamen favorable de la CNBS, para operar una Administradora de Fondos de Pensiones, se deberá constituir una sociedad anónima de capital fijo, ésta deberá contar con un capital mínimo de veinte millones de Lempiras (L. 20.000,000.00). Deben mantener como mínimo un 10% de capital de reserva.

En países donde los fondos de pensiones están en una etapa más madura como es el caso de las AFPs chilenas, entre las características esta incluso la rentabilidad mínima promedio que deben tener donde menciona que:

Las administradoras serán responsables de que la rentabilidad real de los últimos doce meses de su Fondo no sea menor a la que resulte inferior entre a. La rentabilidad real de los últimos doce meses promedio de todos los fondos menos dos puntos porcentuales y b. El 50% de la rentabilidad real de los últimos doce meses promedio de todos los fondos. (Aguilar, 1998)

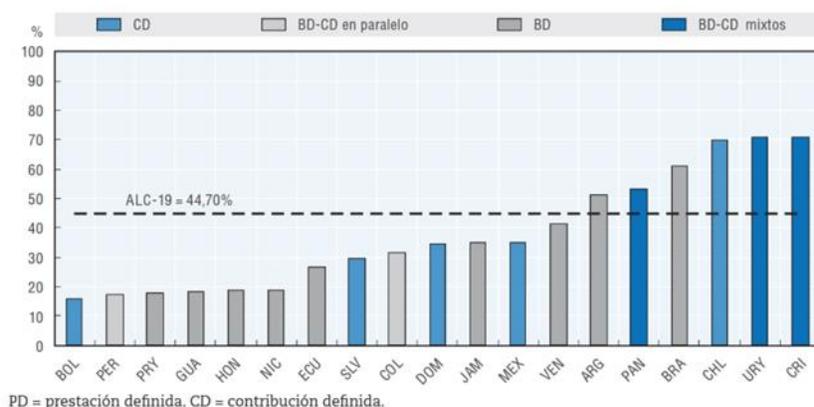
### **PRODUCTOS QUE SE OFRECEN**

- Aportes Mensuales: En el cual el monto del aporte se determina a la hora de afiliarse.
- Aportes Voluntarios (Extraordinarios): son Aportes a la misma cuenta de Pensiones, y pueden realizarse aportes casuales o únicos para obtener mejores beneficios financieros y fiscales en el año que los aportes. Estos pueden realizarse en cualquier momento y por cualquier cantidad.

### **Fondos de Pensiones Regionales**

La cobertura activa, es decir, la proporción de trabajadores aportando a sistemas de pensiones obligatorios, es baja en los países de América Latina. En promedio, en la región sólo 45 de cada 100 trabajadores están contribuyendo o están afiliados a un plan de pensiones (Panorama de las Pensiones: América Latina y el Caribe)

Ilustración 3. Cotizantes o afiliados como porcentaje del total de trabajadores (edades entre 15 y 64 años), alrededor de 2010.



Fuente: (Bosch, 2013)

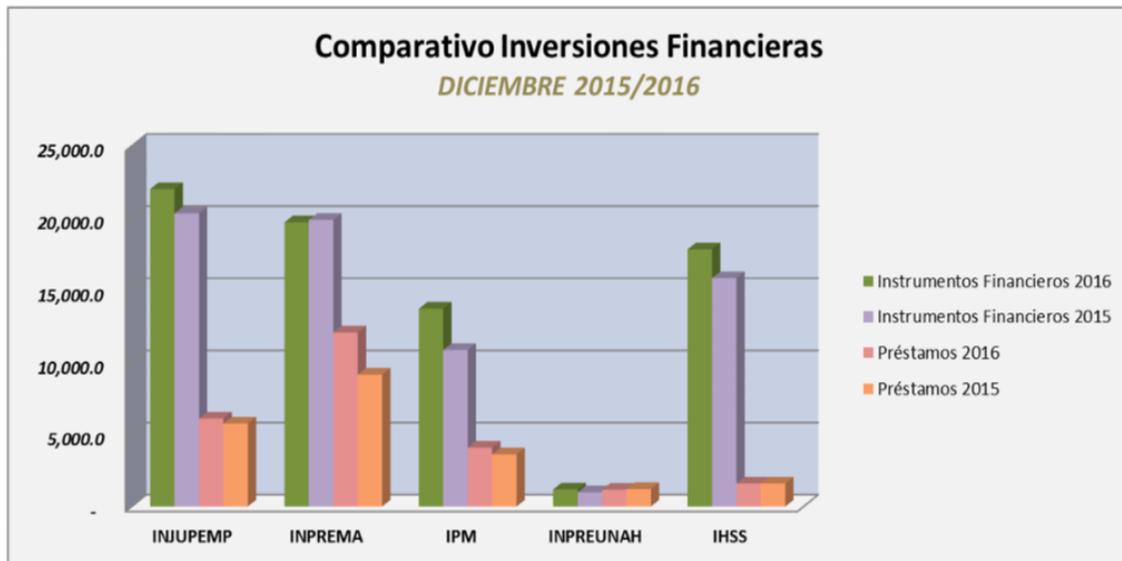
Chile, Uruguay y Costa Rica son los países con mayor cantidad de afiliados sobrepasando el 60% del total de sus trabajadores, y lastimosamente Honduras se encuentra entre los cinco países con menor cantidad de afiliados y por ende con una población que esta menos preparada para su vejes. Pero eso resulta en mayores opciones para el desarrollo de ese mercado.

### Fondos de Pensiones Públicas en Honduras

El auge de los Fondos de Pensiones privados se ha suscitado en los últimos dos años en Honduras, pero en el sector público los fondos de pensiones invierten desde hace muchos años su liquidez en el mercado de valores incluso llegando al punto de contribuir a moderar el déficit de la Administración Central y demás componentes del Sector Público (Secretaria de Finanzas, 2017).

A continuación, se muestra un gráfico de la distribución de la inversión de las AFPs públicas en el mercado de valores.

Ilustración 4. Inversiones en Préstamos



Fuente: Informe de inversiones financieras realizadas por los institutos de previsión social)

Se observa que estos fondos invierten la mayor parte de sus activos en activos financieros y a pesar de ello el mercado aun no despega.

## 2. 2 TEORÍAS

A lo largo de la maestría se imparten muchos temas por parte de expertos, que van formando a los nuevos profesionales en Finanzas; temas que dejan conocimientos aprendidos y que están siendo aplicados en este trabajo, desde la redacción hasta el análisis y sobre todo en las conclusiones.

Pero se hace un énfasis especial en las asignaturas de:

- Estructura del Sistema Financiero
- Mercado de Dinero y Capitales

### **Estructura del Sistema Financiero**

Es fundamental en el entendimiento de los actores del Sistema Financiero hondureño y la importancia de cada uno de ellos. Durante la clase se introduce por primera vez en la maestría temas como el funcionamiento del mercado financiero y los instrumentos que se utilizan en él.

Los conocimientos adquiridos estarán apoyando a concluir objetivos específicos como el porcentaje de participación de los Fondos de pensiones y de varios temas durante el análisis de los instrumentos.

### **Mercado de Dinero y Capitales**

Es clave conocer los esquemas de financiamiento en el mercado de capitales a los negociables que existen tanto en las bolsas de valores como en los mercados financieros (OTC). Importante conocer mercado financiero y cuáles son las instituciones que lo forman, para luego, a partir del concepto de la inversión que involucra tiempo y riesgo, determinar de manera clara

cuál es la distinción que existe entre una inversión financiera y una inversión real, y de qué modo interactúan ambos procesos en la fijación de precios de los instrumentos financieros.

## 2.3 CONCEPTUALIZACIÓN

**El mercado de valores:** está comprendido en el mercado financiero como el mecanismo o lugar donde se produce el intercambio de activos financieros y se determinan precios. El contacto entre los agentes que operan en este mercado puede establecerse de diversas formas, ya sea telemática o telefónicamente, mediante mecanismos de subasta o por Internet. (Córdiba Padilla, 2015)

Según la Superintendencia Financiera de Colombia, indica que el Mercado de Valores es el conjunto de agentes, instituciones, instrumentos y formas de negociación que interactúan facilitando la transferencia de capitales para la inversión a través de la negociación de valores. El mercado de capitales permite que los recursos se destinen en el mediano y largo plazo para financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario (Colombia, 2008)

**Aceptaciones Bancarias:** Un instrumento del mercado monetario creado como consecuencia de transacciones comerciales. Esencialmente, una carta de crédito bancaria se emite para respaldar una transacción comercial. Cuando la transacción se ha finalizado, la carta de crédito se acepta y pasa a ser pagadera por su valor nominal en un momento futuro específico. Hasta ese momento, es negociable y se puede ceder a un tipo de descuento sobre su valor nominal (Diccionario de Economía, 2008).

**Acción:** Es un título que representa una parte o cuota del capital social de una sociedad. Confiere a su titular legítimo la condición de socio, y a veces a derecho a voto (dependiendo el tipo de acción) (Términos Financieros, 2011)

**BCH:** Banco Central de Honduras.

**BCV:** Bolsa Centroamericana de Valores.

**Bolsa de Valores:** Consiste en el negocio de la compra y venta de acciones, esas secciones mínimas de una corporación que sus dueños ponen a la venta en el mercado financiero público (de nuevo, la Bolsa) para obtener dinero con el que hacer crecer y desarrollar aún más sus empresas comerciales. Al emitir acciones y venderlas, una compañía consigue dinero sin tener que pedirle dinero al banco y convertirse en su deudor.

Al mismo tiempo, los accionistas que aportan dinero a la compañía comprando secciones de ella, lo hacen con la esperanza de que esa compañía hará crecer su dinero, ese dinero que constituye una inversión en el crecimiento de la empresa (Stav, 2013).

**Bono:** Título de deuda, emitido por las empresas y los estados, que ellos utilizan como una forma de financiación. Los bonos por lo general se caracterizan por tener un bajo riesgo y un plazo largo (Términos Financieros, 2011).

**Derivados:** Son valores bursátiles cuyo valor se deriva de algún activo subyacente tal como las divisas, los activos de capital o de algún otro indicador como puede ser la tasa de interés o los índices del mercado bursátil y otros análogos (CNBS, 2001).

**Fondo de Inversión:** Es un patrimonio integrado por certificados negociables de personas naturales y/o jurídicas para su inversión en valores y demás activos (CNBS, 2001).

**Fondo Mutuo:** Es un patrimonio integrado por certificados no negociables de personas naturales y/o jurídicas para su inversión, predominantemente en valores de oferta pública (CNBS, 2001).

**Letra de Banco Central:** Son obligaciones representadas mediante anotación en cuenta emitidas por el Banco Central de Honduras, con el propósito de regular la oferta monetaria (Superintendencia de Valores y Otras Instituciones, 2010).

**Pagaré:** Son activos de Renta Fija a corto plazo. Es un título valor de contenido crediticio, dirigido a personas naturales o jurídicas, que requieren financiamiento. Son instrumentos de corto plazo por la que se recibe la propiedad de títulos valores con la condición de revenderlos al vencerse (Términos Financieros, 2011).

**Titulación:** Proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores (CNBS, 2001).

**Fondo de Pensiones:** El fondo que constituyan las administradoras de Fondos de Pensiones con las contribuciones de sus afiliados, y en su caso, los empleadores cotizantes, para el plan de pensiones que establezca (La Gaceta, 2002).

**Administradora de Fondo de Pensiones:** La entidad constituida y organizada conforme a la Ley encargada de la gestión de los Fondos Privados de Pensiones, que haya sido autorizada por el Banco Central de Honduras, previo a dictamen favorable de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (La Gaceta, 2002).

**Afiliado:** La persona que mediante la suscripción del contrato correspondiente se afilia voluntariamente a un plan privado de pensiones (La Gaceta, 2002)

**Pensiones de Vejez:** Las prestaciones monetarias periódicas destinadas a la satisfacción de las necesidades surgidas con ocasión de las contingencias de la vejez que sean concedidas de conformidad con los criterios y condiciones establecidas (La Gaceta, 2002)

**Fondo Privado Voluntario de Cesantía:** El Fondo que constituyan las administradoras con las aportaciones voluntarias de los patronos si como los rendimientos que las inversiones de dicho fondo produzcan una vez deducidas las comisiones respectivas (La Gaceta, 2002)

## 2.4 MARCO LEGAL

La administración de las AFP's se rige por la Ley del Régimen Opcional Complementario y de va orientada

Fondos de Pensiones:

LEY DEL RÉGIMEN OPCIONAL COMPLEMENTARIO PARA LA ADMINISTRACIÓN DE FONDOS PRIVADOS DE PENSIONES

Decreto No. 319-2002

EL CONGRESO NACIONAL, CONSIDERANDO: Que la seguridad social tiene como uno de sus principales elementos, la creación de condiciones para suministrar a los ciudadanos los medios necesarios para proveerse una vejez digna y decorosa.

CONSIDERANDO: Que la creación de un régimen de pensiones donde los ciudadanos libre y voluntariamente, aporten recursos durante la etapa productiva de su vida para ahorrar y mejor proveer su sostenimiento en su vejez, complementa la acción del Estado en esta materia y es un elemento importante de la seguridad social en el país.

CONSIDERANDO: Que la administración de los ahorros que con los propósitos enunciados realicen los ciudadanos, debe confiarse a instituciones creadas bajo un marco

regulatorio adecuado para asegurar la confiabilidad y seguridad de sus operaciones y garantizar a los aportantes la prestación de los beneficios prometidos al momento en que, lo necesiten.

CONSIDERANDO: Que es necesario que las operaciones de estas instituciones administradoras de los fondos de pensiones privados voluntarios, constituidos de conformidad con la Ley, estén adecuadamente supervisados y bajo la vigilancia precautoria del Estado. POR TANTO, DECRETA

La siguiente.

## LEY DEL RÉGIMEN OPCIONAL COMPLEMENTARIO PARA LA ADMINISTRACIÓN DE FONDOS PRIVADOS DE PENSIONES

### CAPÍTULO I DISPOSICIONES GENERALES

ARTÍCULO 1. Objetivos. La presente Ley tiene como objetivo regular el funcionamiento y operación de aquellas Sociedades Mercantiles que se dediquen a la Administración de Fondos Privados Voluntarios de Pensiones y Cesantías a través de cuentas individuales de capitalización a favor de terceros, conforme se define en el literal a) y b) del Artículo siguiente. La autorización para operar la otorgará el Banco Central de Honduras, previo dictamen favorable de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros. La afiliación al Sistema de Fondos Privados de Previsión será voluntaria.

ARTÍCULO No. 2. DEFINICIONES. Para los efectos de la presente Ley se entenderá por:

PENSIONES DE VEJEZ. Las prestaciones monetarias periódicas destinadas a la satisfacción de las necesidades surgidas con ocasión de las contingencias de la vejez que sean

concedidas de conformidad con los criterios y condiciones establecidas en esta Ley, independientemente del nombre comercial con el que se les denomine;

PLANES PRIVADOS DE PENSIONES O SIMPLEMENTE "PLANES". Los programas privados de formación de un ahorro individual destinado a la obtención de una pensión complementaria a los beneficios establecidos por otros regímenes y que se regularán conforme lo dispuesto en esta Ley;

FONDOS DE PENSIONES O SIMPLEMENTE "FONDO". El Fondo que constituyan las Administradoras de Fondos de Pensiones con las contribuciones de sus afiliados, y en su caso, de los empleadores cotizantes, para el plan de pensiones que establezca, así como los rendimientos que las inversiones de dicho Fondo produzcan, una vez deducidas las comisiones correspondientes conforme el respectivo contrato de afiliación;

ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES O SIMPLEMENTE "ADMINISTRADORA". La entidad constituida y organizada conforme a la presente Ley encargada de la gestión de los Fondos Privados de Pensiones, que haya sido autorizada por el Banco Central de Honduras, previo dictamen favorable de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros;

CUENTA INDIVIDUAL DE CAPITALIZACIÓN O SIMPLEMENTE "CUENTA INDIVIDUAL". Parte del Fondo Privado de Pensiones correspondiente a un afiliado en particular, resultante de la suma de sus aportaciones, y en su caso, del empleador cotizante, más los rendimientos que proporcionalmente le correspondan, menos las comisiones que deban deducírsele conforme al Contrato de Afiliación

AFILIADO: La persona que mediante la suscripción del contrato correspondiente se afilia voluntariamente a un plan privado de pensiones;

LA COMISIÓN: La Comisión Nacional de Bancos y Seguros;

CONTRATO DE AFILIACIÓN. El Contrato que se establezca entre la Administradora y el afiliado, o en su caso entre la Administradora y un empleador cotizante, para regular la afiliación de una persona o empleado al plan correspondiente y que establecerá los derechos y obligaciones de cada una de las partes con relación al Plan; Esta es una relación de carácter mercantil entre el Empleador y la Administradora del Fondo, o el afiliado y la Administradora, según sea el caso, y que dichos recursos serán manejados en forma totalmente separada de las cuentas de capitalización individual correspondientes a los trabajadores del mismo patrono.

SEGUROS PREVISIONALES. Son las coberturas de vida e invalidez que la Administradora contratará en forma de un seguro colectivo para proteger a sus afiliados de conformidad a lo estipulado en cada Contrato de Afiliación;

INGRESO BÁSICO COTIZABLE. Es el ingreso definido por la Comisión tomando como base el monto del aporte, que servirá para el cálculo de las pensiones, las comisiones ordinarias y las indemnizaciones de los Seguros Provisionales; y,

FONDO PRIVADO VOLUNTARIO DE CESANTÍA. El Fondo que constituyan las Administradoras con las aportaciones voluntarias de los patronos, así como los rendimientos que las inversiones de dicho fondo produzcan una vez deducidas las comisiones respectivas. Este será considerado siempre como un activo de propiedad del empleador, sujeto a su libre aportación y retiro.

## CAPÍTULO II REQUISITOS PARA LA CONSTITUCIÓN DE UNA ADMINISTRADORA

ARTÍCULO 3. CONSTITUCIÓN. Para operar una Administradora de Fondos de Pensiones, se deberá constituir una sociedad anónima de capital fijo, conforme a las reglas que para tales sociedades establece el Código de Comercio. Adicionalmente se deberán cumplir los requisitos exigidos por la Ley de Instituciones del Sistema Financiero, así como los demás que para tal efecto señalará la Comisión Nacional de Bancos y Seguros. El objeto social de este tipo de sociedades se limitará al de gestionar y administrar fondos privados de pensiones y fondos de cesantía, de conformidad con la Ley.

ARTÍCULO No. 4. PERSONAS NO AUTORIZADAS. Las personas naturales o jurídicas que no cumplan con los requisitos señalados en esta Ley para operar una Administradora de Fondos de Pensiones, no podrán realizar actividades de gestión y administración de planes privados de pensiones orientados al público en general. Las personas que realicen este tipo de actividades en forma irregular, serán sancionadas conforme, lo establece el Título Segundo, Capítulo IX de la Ley de Instituciones del Sistema Financiero.

ARTÍCULO No. 5. CAPITAL MÍNIMO. Para autorizar la constitución y operación de una Administradora, ésta deberá contar con un capital mínimo de VEINTE MILLONES DE LEMPIRAS (L. 20.000,000.00), que deberá estar íntegramente suscrito y pagado antes del inicio de sus operaciones. En ningún caso el capital mínimo de la Administradora podrá ser inferior al cinco por ciento (5%) del, volumen total del Fondo Administrado

ARTÍCULO No. 6. RESERVAS PARA PERDIDAS. Las Administradoras deberán invertir como mínimo un diez por ciento (10%) de su capital y reservas de capital en concepto de reserva para pérdidas, bajo los mismos parámetros y límites de inversión exigidos para el

fondo que administran; dicha reserva será utilizada para absorber pérdidas en los saldos de las cuentas de capitalización individual de sus afiliados producto de una inadecuada gestión administrativa. La forma de utilización y aplicación de dicha reserva será efectuada de conformidad a las normativas prudenciales que para tal efecto emita la Comisión.

#### ARTÍCULO No. 7. MODIFICACIÓN INDIVIDUAL DEL CAPITAL MÍNIMO.

Cuando el volumen del fondo administrado o las inversiones de determinada Administradora reporten un crecimiento significativo o el grado de riesgo de pérdida. Se vea incrementado, la Comisión ordenará aumentar el capital en armonía al riesgo de pérdida u otros indicadores que se fijen en la respectiva resolución, En ésta se establecerá el monto y el plazo con que contará la administradora para adecuar su capital. Cuando el capital mínimo de una Administradora se reduzca a una cantidad inferior al exigido para ella, deberá completarlo en el plazo máximo de noventa días, de conformidad con el procedimiento que al efecto establezca la Comisión, quien, sin perjuicio de la sanción correspondiente, podrá establecer una auditoría preventiva para solventar las irregularidades existentes. En caso de que las acciones de la auditoría preventiva no sean efectivas para superar las deficiencias que le dieron origen, la Comisión aplicará lo establecido en el Título IV, de la Ley de Instituciones del Sistema Financiero.

### CAPÍTULO III DEL FONDO PRIVADO DE PENSIONES

ARTÍCULO 8. FONDO PRIVADO DE PENSIONES. Con los aportes del afiliado y los aportes que de manera voluntaria realizara el patrono, más la rentabilidad que los mismos produzcan, las Administradoras deberán constituir una Cuenta Individual de Capitalización que será propiedad exclusiva de los afiliados. En el caso de los fondos de cesantía, serán de propiedad exclusiva del empleador. El Fondo constituido mediante los aportes individuales y

patronales será manejado y contabilizado en forma independiente y diferente del patrimonio de la Administradora, sin que ésta tenga dominio o propiedad alguna Sobre aquél. El Fondo estará formado por el conjunto de cuentas individuales de capitalización y sus activos serán valorados de conformidad a los procedimientos que para tal efecto emita la Comisión Nacional de Bancos y Seguros.

ARTÍCULO No. 9. ADMINISTRACIÓN DEL FONDO. La gestión administrativa del Fondo por parte de la entidad Administradora, deberá realizarse con la mayor transparencia, eficiencia y eficacia posible, de conformidad a las normal que para tales efectos establezca la Comisión, especialmente en lo relacionado con el manejo de aportaciones, comisiones, inversión del fondo, distribución de la rentabilidad generada por el fondo, constitución de reservas, prestaciones previsionales y cualquier otro aspecto relacionado a su gestión.

ARTÍCULO No. 10. INGRESOS DE LAS ADMINISTRADORAS. Las Administradoras cobrarán las comisiones ordinarias o extraordinarias de conformidad con lo establecido en la presente Ley y el contrato de afiliación respectivo. Las comisiones cobradas por las Administradoras podrán ser deducidas de las aportaciones periódicas, de la rentabilidad generada por las cuentas o del saldo de la cuenta individual administrada

ARTÍCULO No. 11. COMISIONES ORDINARIAS. 1) Las comisiones ordinarias no podrán exceder del tres por ciento (3%) sobre el valor del ingreso mínimo cotizable y se destinarán al pago de la Administradora por la administración de las Cuentas Individuales de Capitalización y al pago de las primas del contrato de Seguros Previsionales que se establece en esta Ley; y, 2) Por el manejo de cuentas individuales inactivas, la Administradora por concepto de comisión ordinaria, podrá descontar de la rentabilidad anual de la cuenta un porcentaje de dicha rentabilidad, según lo establezca la Comisión, siempre y cuando dicho valor

no sobrepase la comisión ordinaria recibida normalmente, en cuyo caso únicamente se podrá descontar como máximo este último valor.

Se considerarán como inactivas, aquellas cuentas individuales que no hayan registrado ningún aporte durante seis (6) meses consecutivos. Las Administradoras informarán a sus afiliados, patronos cotizantes y a la Comisión con al menos treinta (30) días de anticipación a su vigencia, cualquier variación, que dentro de los límites señalados experimente dicha Comisión. En los casos en que la variación implique un incremento en la comisión ordinaria establecida originalmente en el Contrato de Afiliación, los afiliados podrán rescindir dicho contrato sin que sea aplicable ninguna penalidad por dicho Concepto.

ARTÍCULO No. 12. SEGUROS PREVISIONALES. Cada Administradora deberá contratar la cobertura de los Seguros Previsionales con una sociedad de seguros que opere legalmente el ramo de personas. Las bases para la contratación de este seguro, serán establecidas por la Comisión Nacional de Bancos y Seguros.

#### CAPÍTULO IV DE LAS OBLIGACIONES Y DEBERES

##### ARTÍCULO 13. OBLIGACIONES Y DEBERES DE LAS ADMINISTRADORAS.

Adicionalmente a las obligaciones descritas en otros apartados de la presente Ley, las Administradoras están obligadas a:

Contar con un sistema de información para el registro y manejo de las cuentas individuales, de cada afiliado, de conformidad a las normas que sobre esta materia emita la Comisión;

Registrar por separado la contabilidad del Fondo Administrado y la correspondiente a la entidad administradora, detallando en los estados financieros de esta última, el valor de los cobros por concepto de comisiones;

Suministrar al afiliado en un plazo máximo de treinta (30) días a partir del cierre del último día hábil de cada trimestre o, ante su solicitud expresa, un informe de todos los movimientos registrados en su cuenta de capitalización individual, incluyendo las aportaciones, el rendimiento, las comisiones y cualquier otra información pertinente;

Disponer de manuales de procedimientos y políticas de control interno aprobado por su Consejo de Administración y sometido ante la Comisión para que en un término de quince (15) días indique su no objeción al respecto. Los auditores externos deberán opinar en su informe sobre el cumplimiento de dichos manuales y políticas;

Realizar evaluaciones actuariales periódicas de los sistemas y planes conforme a los lineamientos que fije la Comisión Nacional de Bancos y Seguros;

Informar mensualmente a la Comisión sobre la nómina de afiliados al Fondo y cualquier otra información sobre las cuentas que les sea solicitado por parte de aquella;

Presentar a la Comisión los informes y datos relativos a sus operaciones en la forma y frecuencia que aquella establezca;

Realizar su publicidad apegada a la realidad de sus productos y sin que la misma incurra en competencia desleal o induzca a errores o equívocos al público, para cuyos efectos la Comisión emitirá las normas aplicables en esta materia; y,

Presentar a la Comisión los modelos de contratos de afiliación a ser usados en sus operaciones. Si la Comisión no realiza observación alguna dentro de un plazo de quince (15) días, se entenderá que no existen objeciones para su implementación, no obstante, la Comisión

podrá ordenar su modificación posterior con el propósito de evitar prácticas incorrectas o para promover el sano desarrollo del mercado.

La Comisión emitirá las normas prudenciales que fueren necesarias para regular las obligaciones antes señaladas y asegurarse del cumplimiento oportuno de las mismas.

ARTÍCULO No. 14. PUBLICACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS. La Administradora publicará sus estados financieros y los indicadores principales del Fondo, cada tres (3) meses en dos (2) diarios de circulación nacional, de conformidad al formato establecido por la Comisión y publicará los estados financieros auditados al cierre de cada ejercicio contable anual.

ARTÍCULO No. 15. OBLIGACIONES Y DEBERES DEL AFILIADO. El afiliado tendrá las obligaciones y los deberes convenidos en el contrato de afiliación y particularmente los siguientes

- 1) Cumplir con el pago puntual de sus aportes tanto en su cuantía como en frecuencia;
- 2) Designar oportunamente a sus beneficiarios directos y contingentes en caso de muerte; y,
- 3) Informar a la Administradora acerca de todo cambio de empleo, domicilio, propio o de su patrono, o de sus beneficiarios, así como sobre cualquier otra variación en la información relevante del contrato.

ARTÍCULO No. 16. OBLIGACIONES Y DEBERES DE LOS PATRONOS COTIZANTES. Será obligación de los Patronos recaudar y trasladar a la Administradora a más tardar dentro de los diez (10) días hábiles posteriores a la fecha de recibo, las cuotas que le deduzcan a sus trabajadores, de conformidad a lo establecido en el respectivo contrato de

afiliación, y las que, en su carácter de cotizantes voluntarios, se hayan comprometido a contribuir en el plazo y monto pactado. Caso contrario la Administradora y empleados podrán recurrir a las instancias legales pertinentes para ejercer el cobro respectivo basado en lo pactado dentro del contrato de afiliación y otras leyes relacionadas a este tipo de incumplimiento.

ARTÍCULO No. 17. ATRIBUCIONES DEL ORGANISMO SUPERVISOR. Son atribuciones de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, además de la que te confiere su propia Ley:

Supervisar el funcionamiento de las Administradoras autorizadas conforme lo establecido en la Ley de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, la presente Ley y demás normativas que fuesen aplicables;

Dictaminar ante el Banco Central de Honduras en relación a las solicitudes de operación de las personas jurídicas que pretendan constituirse como Administradoras;

Emitir las normas prudenciales que sean necesarias para que las Administradoras ajusten sus actividades y operaciones a la Ley, sus reglamentos, usos y sanas prácticas;

Decretar la auditoría preventiva o la liquidación forzosa de una Administradora según corresponda, en caso de deficiencias de capital o de irregularidades y problemas graves que afecten la situación financiera del fondo o de la entidad administradora, de conformidad con lo dispuesto en el Título IV de la Ley de Instituciones del Sistema Financiero,

Aplicar las sanciones que correspondan a las Administradoras por las faltas que cometan, de conformidad a lo establecido en el Capítulo V de la presente Ley; y

Mantener un registro de Administradoras autorizadas y de sus directores y funcionarios, contratos de afiliación y otros documentos que establezca la Comisión para un mejor seguimiento y fiscalización de dichas entidades.

### **Mercado de Valores**

La demanda de títulos, la liquidez del mercado de valores y, en general, la disponibilidad de recursos para cubrir la oferta de títulos valores dependerá en gran medida de los límites, parámetros y reglas que la regulación imponga a los administradores de fondos de pensiones, fondos mutuos y fondos de inversión. En este sentido, es importante que la regulación sea efectiva con el fin de proteger los recursos del público que estos mecanismos administran pero sin que esto reste liquidez al mercado de valores ni restrinja el desarrollo de nuevas alternativas de financiamiento e inversión (Finanzas, Portal de Transparencia Económica, 2017).

Según (CNBS, 2001) en su Ley del Mercado de Valores del Decreto 8-200 la cual fue creada con el objeto de:

- Preservar los intereses del público y de protección a los inversionistas.
- Proveer el mercado, un marco institucional adecuado promoviendo su desarrollo en forma competitiva, justa y eficiente.
- Regular de forma integral, coordinada y sistemática, las actividades de los intermediarios en operaciones con valores y establecer atribuciones de la autoridad reguladora.

**Según la Resolución 634/12-05-2009 del Reglamento del Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) (CNBS, 2001) la cual fue creada con la finalidad de regular y**

controlar los movimientos que las empresas emisoras de valores en Honduras. Dentro de las principales funciones se encuentran:

- Inscribir a las personas naturales y jurídicas, emisiones, valores, otros participantes del mercado de valores.
- Proporcionar al público en general la información que lo conforma, con la finalidad de contribuir a la toma de decisiones en materia financiera y promover la transparencia del mercado.
- Las entidades que deben estar inscritas en el RPMV son los siguientes:
  - Los emisores y valores de oferta pública
  - Bolsas de Valores
  - Casas de Bolsa y sus agentes corredores
  - Depósitos descentralizados y de custodia, compensación y liquidación.
  - Los Fondos Mutuos
  - Contadores generales,
  - Administradores Directores y Gerentes
  - Fondos de inversión
  - Sociedades administradoras de fondos
  - Sociedades clasificadoras de Riesgo
  - Auditores Externos
  - Sociedades de Administración
  - Patrimonios Autónomos (titularización).

**Reglamento de Depósitos Centralizados de Custodia, Compensación Y Liquidación de Valores (Resolución No. 917/12-11-2002).** Tiene por objeto regular la organización y el funcionamiento de los Depósitos Centralizados de Custodia, Compensación y Liquidación de Valores (Comisión Nacional de Bancos y Seguros, Reglamento de Depósitos Centralizados de Custodia, Compensación y Liquidación de Valores, 2002).

**Reglamento de las Sociedades Administradoras de Fondos. - (Resolución 173/11-02-2003).** - Tiene por objeto desarrollar las normas para el funcionamiento de las sociedades administradoras de fondos y los fondos mutuos y de inversión (Comisión Nacional de Bancos y Seguros, Reglamento Para las Sociedades Administradoras de Fondos, 2003).

**Normas para el Registro y la Contratación del Trabajo de los Auditores Externos RAE. - (Resolución SB No.392/03-03-2011).** - Su Objetivo es Establecer los requisitos que deben cumplir los auditores externos para ser inscritos en el Registro de Auditores Externos RAE. (Comisión Nacional de Bancos y Seguros, Normas Para el Registro y Contratación del Trabajo de los Auditores Externos, 2011).

**Reglamento de Casas de Bolsa e Intermediación de Valores de Oferta Pública (Resolución No.160/19-01-2010),** su objetivo es desarrollar las normas y procedimientos que regulan la organización, funcionamiento y actividades de las casas de bolsa (Comisión Nacional de Bancos y Seguros, 2010).

**Reglamento para el Establecimiento y Funcionamiento de las Bolsas de Valores (Resolución No.159/19-01-2010).** - Tiene por objeto regular el funcionamiento y organización de las bolsas de valores, en relación con la negociación de valores, que se realicen por su intermedio; y a los sujetos y entidades que participen en dichas negociaciones (Comisión

Nacional de Bancos y Seguros, Reglamento Para el Establecimiento y Funcionamiento de las Bolsas de Valores, 2011).

**Reglamento de Sociedades Clasificadoras de Riesgo (Resolución GE No.819/07-06-2010).** - Su objetivo es establecer los requisitos y lineamientos generales que regulan la clasificación de riesgo y el funcionamiento de las sociedades clasificadoras de riesgo en el mercado de valores hondureño, conforme a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores (Comisión nacional de Bancos y Seguros, 2010).

**Reglamento Sobre Oferta Pública De valores (Resolución No.1747/17-11-2009).**- El objetivo establecer los alcances, requisitos y trámites de la oferta pública de valores para la autorización, negociación, suspensión, retiro y cancelación de dicha oferta (Comisión Nacional de Bancos y Seguros, 2009).

**Reglamento de Sociedades Clasificadoras de Riesgo (Resolución GE No.819/07-06-2010).** - Su objetivo es establecer los requisitos y lineamientos generales que regulan la clasificación de riesgo y el funcionamiento de las sociedades clasificadoras de riesgo en el mercado de valores hondureño, conforme a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores (Comisión nacional de Bancos y Seguros, 2010).

## CAPÍTULO III. METODOLOGÍA

### 3.1 SUPUESTO DE LA INVESTIGACIÓN

- El desarrollo del mercado de valores en Honduras depende directamente de los fondos de pensiones privados.

### 3.2 DIMENSIONES DEL ESTUDIO

VARIABLE	DIMENSIÓN	CATEGORÍA	INDICADOR
	Datos Demográficos	Sexo	Hombre
			Mujer
		Edad	Años cumplidos
		Nivel Educativo	Superior Completo
			Superior Incompleto
		Título que posee	Licenciatura
			Maestría
	Doctorado		
	Datos Generales	Sector	Público
			Privado
			Mixto
		Cargo	Superintendente
			Supervisor
Años de Experiencia	1-5 años		
		5-10 años	

<b>VARIABLE</b>	<b>DIMENSIÓN</b>	<b>CATEGORÍA</b>	<b>Subcategoría</b>
El impulso de los Fondos de Pensiones Privados en el desarrollo del Mercado de Valores	Fondo Pensiones Privados	Inversión	Inversores
			Inversionistas
			Intermediarios
			Financieros
			Procesos de ley
	Mercado de Valores	Mercado Financiero	Bolsa de Valores
			Instrumentos Financieros
			La participación de los fondos de pensión en el Mercado de Valores.
			Procesos de ley.
			Bolsas de Valores de otros países.

### 3.3 ENFOQUE

La investigación se centra dentro de un modelo mixto ya que representa el más alto grado de integración o combinación entre los enfoques (cualitativo y cuantitativo); el primero se concibe según (Hernández Sampieri, 2010) como un conjunto de prácticas interpretativas que hacen al mundo “visible”, lo transforman y convierten en una serie de representaciones en forma de observaciones, anotaciones, grabaciones y documentos. Es naturalista porque estudia a los objetos y seres vivos en sus contextos o ambientes naturales y cotidianidad e interpretativo pues intenta encontrar sentido a los fenómenos en función de los significados que las personas les otorgan.

El enfoque cualitativo, por lo común se utiliza primero para descubrir y refinar preguntas de investigación. A veces, pero no necesariamente, se prueban hipótesis (Grinnell, 1997). Con frecuencia se basa en métodos de recolección de datos sin medición numérica, como las descripciones y las observaciones. Por lo regular, las preguntas e hipótesis surgen como parte del proceso de investigación y éste es flexible, y se mueve entre los eventos y su interpretación, entre las respuestas y el desarrollo de la teoría. Su propósito consiste en reconstruir la realidad, tal y como la observan los actores de un sistema social previamente definido.

El segundo hace uso del análisis de datos que permiten dar respuesta a preguntas planteadas en el estudio; así como, establecer relaciones entre variables con el propósito de tomar posiciones de acuerdo a los hallazgos facilitados por la Estadística, confía en la medición numérica y el conteo permitiéndole al investigador/a establecer con exactitud patrones de comportamiento de una población y hacer recomendaciones específicas de una población (Hernández Sampieri, 2010).

Referente al enfoque cualitativo en este análisis se desea examinar si el impacto de los procesos de ley, las regulaciones que pueden implementarse en el mercado de valores y otros factores que han impulsado las AFP's privadas en Honduras realmente son factores que desarrollarán el Mercado de Valores hondureño. En el enfoque cuantitativo se tomará en consideración la participación y el porcentaje de crecimiento de las AFP's en el Mercado de Valores local.

Desde el punto de vista de esta investigación, tanto el enfoque cualitativo como el cuantitativo son igualmente importantes ya que han brindado enormes contribuciones al conocimiento. Ninguno de los enfoques es mejor ya que son complementarios, debido a que cada uno de ellos analiza desde una perspectiva diferente los fenómenos y conduce a la solución de los cuestionamientos. Ambos se entremezclan o combinan en todo el proceso de investigación, o al menos en la mayoría de sus etapas. Requiere de un manejo completo de los dos enfoques y una mentalidad abierta. Agrega complejidad al diseño de estudio; pero contempla todas las ventajas de cada uno de los enfoques (Hernández Sampieri, 2010).

### 3.4 DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

El estudio tiene como propósito incursionar en una temática poco estudiada en Honduras, por tal razón éste, tendrá un alcance exploratorio, descriptivo y correlacional. Exploratorio porque su objetivo es proporcionar conocimiento y entendimiento del problema para eso será necesario aplicar una entrevista semi estructurada a actores clave.

Descriptivo, el cual busca especificar las propiedades, las características y los perfiles importantes de personas, grupos, comunidades o cualquier otro fenómeno que se someta a un análisis (Danhke, 1989, citado por Sampieri et al., 2003). Otro elemento importante de los

estudios descriptivos, es que éstos “pueden ofrecer la posibilidad de predicciones o relaciones aunque sean poco elaboradas” (Sampieri, 2003, p. 120 citando a Fernández, Collado, Baptista y Elkes, 1998).

Correlacional porque el propósito es evaluar la relación que exista entre dos o más conceptos, categorías o variables (en un contexto en particular). El valor de este tipo de estudios, “no reside en la capacidad de predicción, sino en la posibilidad de entendimiento de ambientes, eventos, sujetos, contextos y fenómenos; así como en la riqueza interpretativa que sean capaces de ofrecer (Sampieri et al., 2003, p. 121).

- **Población.**

Es el conjunto total de individuos, objetos o medidas que poseen algunas características comunes observables en un lugar y en un momento determinado (Hernández Sampieri, 2010). Para este análisis el universo y cantidad lo constituyen los cuatro fondos de pensiones existentes en Honduras, analizados en el mismo período de tiempo. Se estudian todos los fondos existentes para contar con homogeneidad ya que cuentan con las mismas características

- Pensiones y Cesantías de Ficohsa
- Fondo Individual de Pensiones Atlántida
- Pensiones Honduras de BAC
- Régimen de Aportaciones Privadas (RAP)

- **Muestra**

La muestra es un subconjunto fielmente representativo de la población. Para efectos de este análisis la constituyen dos expertos en el área temática planteada. Es de tipo no probabilística ya que la selección de los participantes no depende de la probabilidad; sino más

bien a juicio de él/la investigador/a. Es Sistemática debido a que se establece un patrón o criterio al seleccionar la muestra la cual fue realizada en la Intendencia de Supervisión de Pensiones en el ente regulador de Honduras y en la Supervisión de Pensiones y Valores en el ente regulador de Honduras,

- **Proceso de selección de las y los entrevistados/as**

Para seleccionar las y los entrevistados se tomarán en cuenta personajes claves del sistema de pensiones y también del mercado de valores quienes darán sus impresiones de la actualidad de las Administradoras de Fondos de pensiones además de su opinión sobre ellas en un futuro cercano. Los criterios de selección fueron:

- Conocimiento profundo del tema
- Laborar en la industria en un ente supervisor a nivel gerencial

- **Instrumentos para la recolección de datos.** Para la recolección de datos se hará uso de la técnica:

- Entrevista para actores clave.

La entrevista es un proceso de comunicación que se realiza normalmente entre dos personas; en este proceso el entrevistador obtiene información del entrevistado de forma directa. Si se generalizara una entrevista sería, una conversación entre dos personas por el mero hecho de comunicarse, en cuya acción la una obtendría información de la otra y viceversa. En tal caso los roles de entrevistador / entrevistado irían cambiando a lo largo de la conversación. La entrevista no se considera una conversación normal, sino una conversación formal, con una intencionalidad, que lleva implícitos unos objetivos englobados en una Investigación.

El tipo de entrevista utilizado en esta investigación será semiestructurada debido a que con anticipación se establece cual es la información relevante que se desea conseguir. Las preguntas utilizadas abiertas permitiendo con ello oportunidad de recibir respuestas más amplias, de igual forma ligan los temas.

A través del uso de este instrumento como método de investigación cualitativa apoyará para hacer las interpretaciones que han marcado la investigación.

Por otra parte, también se recolectó información secundaria a través de Informes, Tesis, Libros, Boletines y Revistas.

## CAPÍTULO IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS

### 4.1 ESTADO ACTUAL DEL MERCADO DE VALORES EN HONDURAS

En el capítulo actual se muestran y analizan los resultados obtenidos de la información recolectada, realizando un análisis profundo de los Fondos de Pensiones Privados y el Mercado de Valores en Honduras. En este apartado se enriquece la información con entrevistas a expertos en ambas áreas temáticas que permitieron ahondar aún más de otras fuentes de información como artículos, boletines, informes y otros.

#### 4.1.1 Opciones de Inversión en Honduras

Tabla 2. Instrumentos utilizados en Honduras desde el 2012 a junio de 2017

Cantidad	Instrumento
1	Letras del Banco Central de Honduras y SEFIN
2	Bonos SEFIN
3	Bonos Corporativos de Entidades Financieras
4	Certificados de Depósito a Plazo

Fuente: Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS)

En la Tabla 1 se observa que, en los últimos cinco años en Honduras, su Mercado de Valores evidencia que únicamente de trazan 4 tipos de instrumentos, sin embargo debido a buenas prácticas que se están adoptando de otros países así como un nuevo marco regulatorio a través de reglamentos, se espera la captación de nuevos participantes pero amparados y protegidos. Actualmente la ley es muy completa, pero en la realidad no están los participantes necesarios que puedan brindar mayor desarrollo al Mercado de Valores; de igual forma se pretende que vengan nuevas figuras no solo de instrumentos sino más bien participantes que hagan necesarios que se creen esos nuevos instrumentos.

#### 4.1.1.1 Comparación del Mercado de Valores en Honduras versus Centroamérica

La heterogeneidad en los mercados de valores existentes en Centroamérica la conforman una variedad de dimensiones que complican e imposibilitan en muchos momentos la comparación entre los diferentes mercados.

Es importante comprender que la información analizada con la que fue elaborado el comparativo de las bolsas de valores no pretende brindar una idea completa de la estructura de cada uno de los mercados; por el contrario, se desea dar a conocer una primera impresión de los principales instrumentos utilizados en el mercado bursátil de estos países

Tabla 3. Instrumentos utilizados en las Bolsas de Valores de Centroamérica

País	Bolsa de Valores	Opciones de Inversión	Instrumentos utilizados
Honduras	BCV	Mercado Primario	
		Mercado Secundario	
		Mercado de Deuda	Letras del Banco Central y SEFIN
			Bonos SEFIN
			Bonos Corporativos Entidades Financieras
	Certificados de Depósito a Plazo		
Nicaragua	BVN	Mercado Primario	
		Mercado Secundario	
		Mercado de Deuda	Bonos
			Letras
			Bono de Pago por Indemnización (BPI)
			Papeles Comerciales
Renta Variable	Acciones		
	CFI		
	Reportos	Reportos Opcionales	
El Salvador	BVES	Mercado Primario	
		Mercado Secundario	
		Mercado de Deuda	Papel Bursátil
			CENELI
			Letras del Tesoro
			Certificados de Inversión
			Valores de Titularización
			Bonos del Tesoro
			Bonos del BC
			Bonos del Tesoro de EEUU
		Eurobonos	
Bonos Corporativos			
Renta Variable	Acciones de Empresas Locales		
	Acciones de Empresas Extranjeras		
	Exchange traded Funds (ETF)		
	American Deposit Receipt (ADR)		
Reportos	Reportos Privados y Públicos		
Costa Rica	BNV	Mercado Primario	
		Mercado Secundario	
		Mercado de Liquidez	
		Mercado Alternativo de Acciones	MAPA
		Mercado de Deuda	Bonos Bancarios
		Renta Variable	Acciones de empresas
Acciones de Sociedades de Inversión			

País	Bolsa de Valores	Opciones de Inversión	Instrumentos utilizados
Guatemala	BNV	Mercado Primario	
		Mercado Secundario	
		Mercado de Deuda	Bonos del Tesoro
			Certibonos
			CertiLetras
			Certificados de Depósito a Plazo
			Bonos
		Pagaré	
		Papel Comercial	
Renta Variable	Acciones		
Reportos	Reporto Bursátil		

Fuente: Diversas Bolsas de Valores de Centroamérica

#### 4.2 ESTADÍSTICAS DEL MERCADO DE VALORES EN HONDURAS Y AFP'S

Tabla 4. Montos transados desde el 2013 al 2015 en millones de Lempiras

Año	Monto Transado		Total
	Sector Público	Sector Privado	
2013	L. 150,935.56	L. 1,595.90	L. 152,531.46
2014	L. 138,779.94	L. 1,315.60	L. 140,095.54
2015	L. 191,272.93	L. 1,634.77	L. 192,907.70
2016	L. 560,906.40	L. 3,967.20	L. 564,873.60

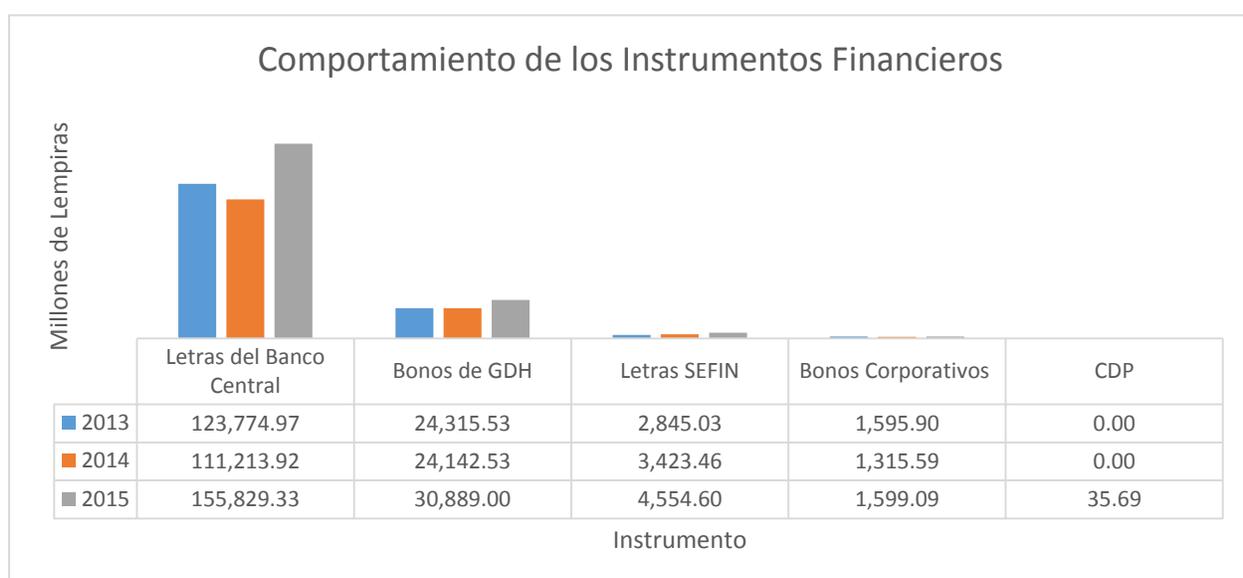
Fuente: Bolsa Centroamericana de Valores, S.A

En la Tabla 2 se observa que los montos transados en el Mercado de Valores en el 2013 superan a los del 2014 sobre todo porque los mismos estuvieron concentrados en Letras del Banco Central de Honduras, en donde presentaba una cobertura del 98% del sector público de ese año.

Es destacable hacer notar que en el 2015 fueron cuatro los instrumentos que predominaron en el Mercado de Valores de Honduras, entre ellos las Letras en el sector público, Certificados de Depósito y Bonos tanto del sector privado como el sector público. Analizando

ese comportamiento se evidencia que existe estabilidad en el Mercado de Valores hondureño y aunado la nueva regulación a estos sectores se puede interpretar que este sea el momento de lanzar nuevos instrumentos para negociar; lo que traería consigo una diversificación tanto de opciones como del riesgo.

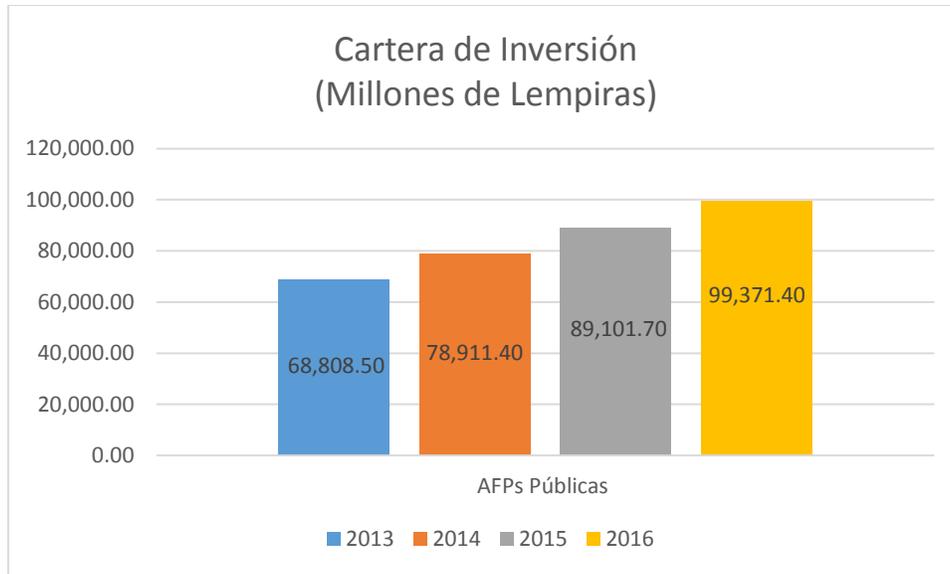
Ilustración 5. Comportamiento de los Instrumentos Financieros de Honduras por monto transado desde el 2013 al 2015



Fuente: (BCV, 2017)

Según la Secretaria de Finanzas (SEFIN) El monto total de la Cartera de Inversiones Financieras las AFPs públicas para finales del 2016 asciende a L.99,371.4 millones, incrementando en 11.5% en relación al mismo periodo del año anterior.

Ilustración 6. Cartera de Inversión



Fuente: Informe de inversiones financieras realizadas por los institutos de previsión social

La grafica muestra que el mercado de pensiones públicas hondureño es un mercado muy sólido y que su capital crece a ritmos mayores al 10% anual, resultados parecidos o aún mejores se pueden esperar para el sector privado basándonos a que la cantidad de empleados públicos según el sistema de registro y control de servidores ronda entre 190,000 mientras que los empleados rondan los 2, 000,000 según el INE (Dato no incluye el subempleo).

Escoto experto en Pensiones de la **CNBS** menciona que “Dentro de los factores que han impulsado las AFP ha sido la ley marco del sistema de previsión social esta ley establece una nueva cobertura obligatoria para todas los trabajadores asalariados..... eso ha fomentado que las instituciones financieras vean que hay un mercado mayor en el cual invertir”.

Ilustración 7. Inversiones de las AFP's Públicas

No.	ENTE RECEPTOR	INJUPEMP	IHSS	INPREMA	IPM	INPREUNAH	TOTAL	%
			I.V.M					
<b>A. BANCA PRIVADA</b>		5,474,138.6	8,609,050.2	5,741,390.7	6,832,833.5	404,814.7	27,062,227.6	
1	ATLANTIDA	978,332.3	1,797,614.7	1,078,976.5	1,491,012.7	0.0	5,345,936.2	5.4
2	PROMERICA	187,000.0	165,528.1	117,000.0	193,751.5	59,743.1	723,022.6	0.7
3	DEL PAIS	1,012,640.0	1,468,645.1	1,391,469.1	2,013,044.8	72,067.8	5,957,866.8	6.0
4	CITI BANK	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5	LAFISE	273,829.8	371,570.1	2,022,551.6	389,432.5	14,078.2	3,071,462.2	3.1
6	DE LOS TRABAJADORES	181,604.9	0.0	0.0	177,044.8	0.0	358,649.7	0.4
7	BAC HONDURAS	575,000.0	761,809.5	463,700.0	388,005.8	0.0	2,188,515.3	2.2
8	FICENSA	219,838.2	357,601.6	27,693.5	219,164.5	112,169.5	936,467.4	0.9
9	FICOHSA	1,317,787.8	2,846,013.9	20,000.0	971,581.6	0.0	5,155,383.2	5.2
10	CONTINENTAL	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
11	DAVIVIENDA (HSBC)	290,000.0	528,496.3	190,000.0	347,000.0	0.0	1,355,496.3	1.4
12	OCCIDENTE	0.0	50,250.0	0.0	70,000.0	0.0	120,250.0	0.1
13	AZTECA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
14	BANRURAL	430,605.6	251,531.3	430,000.0	572,795.3	146,756.1	1,831,688.3	1.8
15	BANCOVELO	7,500.0	9,989.6	0.0	0.0	0.0	17,489.6	0.0
16	BANHCAFE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
17	BANCO DE HONDURAS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>B. BANCA ESTATAL</b>		440,366.0	2,328,949.4	0.0	0.0	710,300.0	3,479,615.4	3.5
18	B.C.H.	440,366.0	2,328,949.4	0.0	0.0	710,300.0	3,479,615.4	3.5
19	BANADESA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>SUB TOTAL</b>		5,914,504.6	10,937,999.6	5,741,390.7	6,832,833.5	1,115,114.7	30,541,843.0	30.7

C. OTRAS INSTITUCIONES		16,078,851.0	6,879,982.8	13,951,517.8	6,869,916.8	64960.9	43,845,229.4	44.1
20	BCIE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
21	GOBIERNO DE HONDURAS	15,712,375.5	5,495,283.0	13,781,517.8	6,312,701.0	0.0	41,301,877.3	41.6
	21.1 SECRETARIA DE FINANZAS (SEFIN)	15,712,375.5	5,495,283.0	13,781,517.8	6,312,701.0	0.0	41,301,877.3	41.6
22	BANHPROVI	120,000.0	1,173,761.1	0.0	0.0	0.0	1,293,761.1	1.3
23	CORPORACIÓN DE INVERSIONES DEL PAÍS	107.0	0.0	0.0	0.0	0.0	107.0	0.0
24	SERVICIOS FINANCIEROS FICENSA	7.3	0.0	0.0	0.0	0.0	7.3	0.0
25	CORPORACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL, S.A.	0.0	0.0	0.0	43,650.2	0.0	43,650.2	0.0
26	SEGUROS CREFISA	24,000.0	0.0	0.0	0.0	0.0	24,000.0	0.0
27	INCEHSA	3,238.4	0.0	0.0	0.0	0.0	3,238.4	0.0
28	CREDI Q (GRUPO Q)	20,875.7		0.0	59,102.2	30,421.0	145,177.0	0.1
29	INTERNACIONAL FINANCIERA	2,247.2	0.0	0.0	0.0	0.0	2,247.2	0.0
30	FINCA	26,000.0	0.0	0.0	37,000.0	34,540.0	97,540.0	0.1
31	FINSOL	0.0	0.0	0.0	21,000.0	0.0	21,000.0	0.0
32	ODEF	10,000.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10,000.0	0.0
33	ACRESA	0.0	0.0	20,000.0	0.0	0.0	20,000.0	0.0
34	OTRAS	160,000.0	176,160.7	150,000.0	396,463.4	0.0	882,624.1	0.9
PRÉSTAMOS PERSONALES		4,245,406.7	0.0	9,029,190.0	2,945,864.6	526,839.6	16,747,300.8	16.9
PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS		1,845,838.0	0.0	3,028,802.9	1,137,155.1	636,347.1	6,648,143.1	6.7
OTROS		0.0	1,588,906.5	0.0	0.0	0.0	1,588,906.5	1.6
SUB-TOTAL INVERSIÓN		28,084,600.4	19,406,888.9	31,750,901.4	17,785,770.0	2,343,262.3	99,371,422.9	
TOTAL INVERSIÓN		28,084,600.4	19,406,888.9	31,750,901.4	17,785,770.0	2,343,262.3	99,371,422.9	100
%		28.26	19.53	31.95	17.9	2.36	100	

Fuente: Informe de inversiones financieras realizadas por los institutos de previsión social)

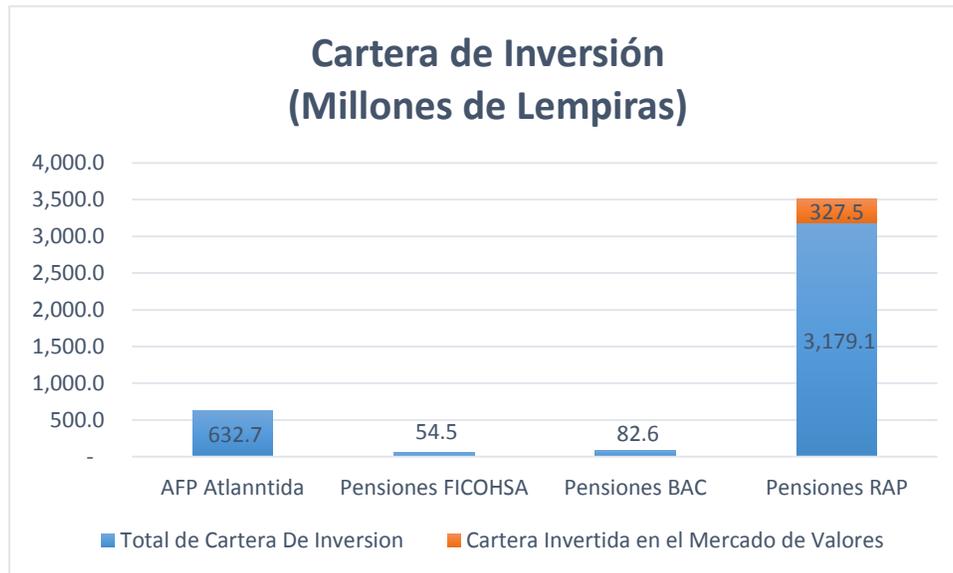
En la tabla anterior se observa la distribución de la inversión de las AFP's públicas o fondos previsionales, donde L27, 000,000 fueron destinados a inversiones de la Banca privada y L43, 000,000 fueron invertidos en títulos del gobierno lo que representa un 24% y un 48% respectivamente, dando como resultado un 72% de inversión en el Mercado de Valores, 3 puntos por debajo respecto a un 75.3% en el 2015, y a un 76% en el 2014 dato que se utilizara más adelante.

#### 4.3 IMPULSO DEL MERCADO DE VALORES EN HONDURAS A TRAVÉS DE LOS FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS

Para determinar el impulso que pueden dar las AFP's privadas al Mercado de valores se utilizara una proyección con varios supuestos además de un escenario optimista y otro pesimista, tomando primero un promedio de crecimiento anual del sector de pensiones privado que se basara en los años anteriores y segundo como base las AFP's públicas hondureñas, en cuanto a los porcentajes que invierte este sector en el mercado de valores del total de su cartera.

Esa inversión que las instituciones financieras están realizando se transforma también en una cartera de inversión de las AFP's Privadas, la cual en el 2016 era de L3,938 millones y se encontraban distribuidos de la siguiente forma.

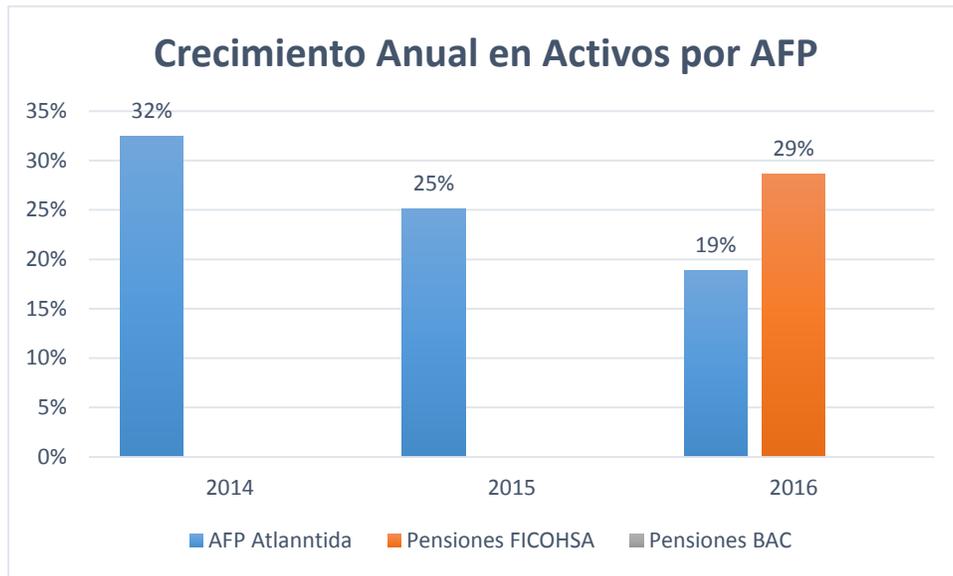
Ilustración 8. Fondos disponibles de las AFP's privadas



Fuente: Boletín Trimestral CNBS diciembre 2016

Acotando al alcance de esta investigación y para efectos del análisis del impacto que tendrá el capital de las AFP's privadas en el Mercado de Valores Hondureño es importante mencionar que Pensiones RAP ya invierte en los instrumentos disponibles en el Mercado de Valores debido a que sus fondos se transfirieron del Régimen de Aportaciones Privados (RAP), solamente en el año 2016 su inversión fue de L327.5 millones, siendo la única AFP privada que según los datos reportados por la CNBS invierte en dicho mercado.

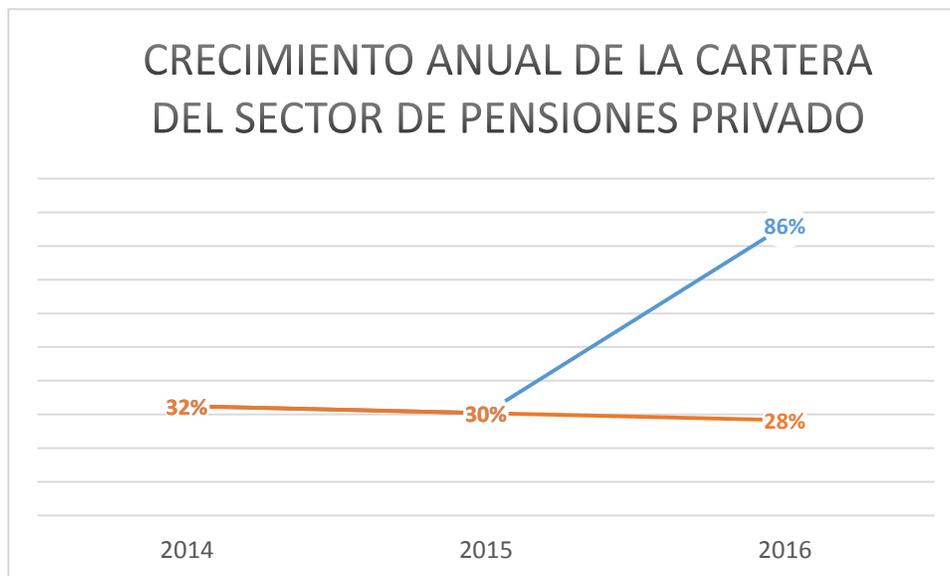
Ilustración 9. Crecimiento anual en Activos por AFP



Fuente: Boletín Trimestral CNBS

Aunque AFP Atlántida tiene excelente niveles de capital, su crecimiento respecto a los años anteriores viene decayendo, un factor determinante en ello fue que dejó de ser la única AFP existente y otras instituciones se unieron a la conquista de este mercado, como el caso de Pensiones FICOHSA la cual creció respecto al año de fundación que fue el 2015, para Pensiones BAC y Pensiones RAP podremos medir su crecimiento real hasta finales de 2017 ya que fueron fundadas en el 2016.

Ilustración 10. Crecimiento anual de la cartera del sector de Pensiones Privado



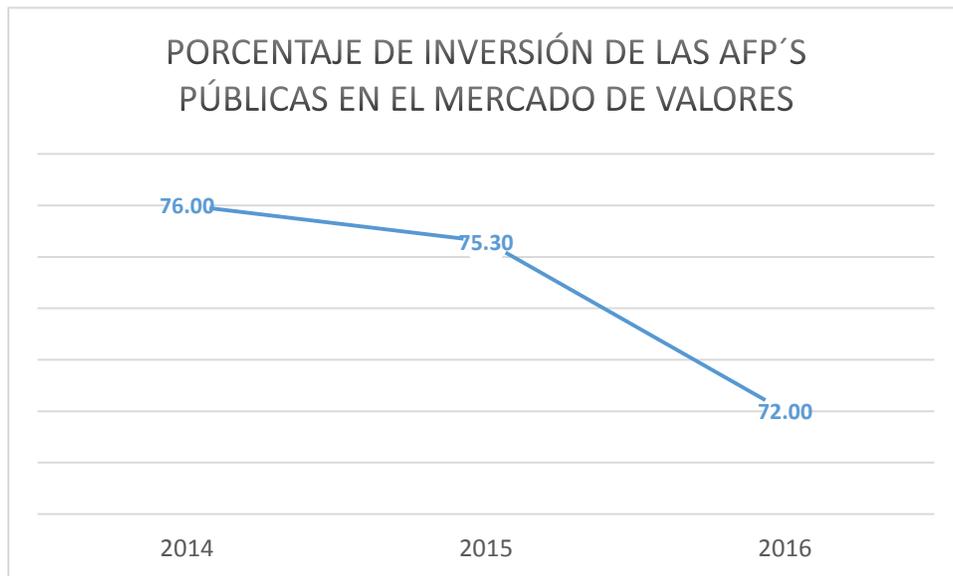
Fuente: Boletín Trimestral CNBS

Para efectos de poder crear un promedio real de la cartera de inversión que sería nueva en el Mercado de Valores se omitirán los datos de Pensiones RAP porque ya ellos participan en dicho Mercado, pero se muestran en un color diferente para ilustrar el cambio que representa su capital en los promedios de crecimiento.

Pese a que la gráfica muestra un decrecimiento anual de los Activos de las AFP's Privadas de un 2% anual al omitir Pensiones RAP, sus aumentos de cartera siguen siendo muy superiores al promedio de las AFP's públicas en más de un 200%, las opiniones de los expertos entrevistados mencionan que Escoto "Siempre existe una probabilidad que los problemas económicos atravesados por los fondos de pensiones públicos afecten a los privados, pero todo el control y supervisión que realiza la CNBS es para garantizar que las AFP cumplan con las funciones".

Esto nos da seguridad que no se avecina ninguna crisis para el sector ya que el ente vigilante de las instituciones financieras está protegiendo los intereses de los abonados y que los estudios que la propia CNBS ha realizado con expertos de otros países también pronostican lo mismo.

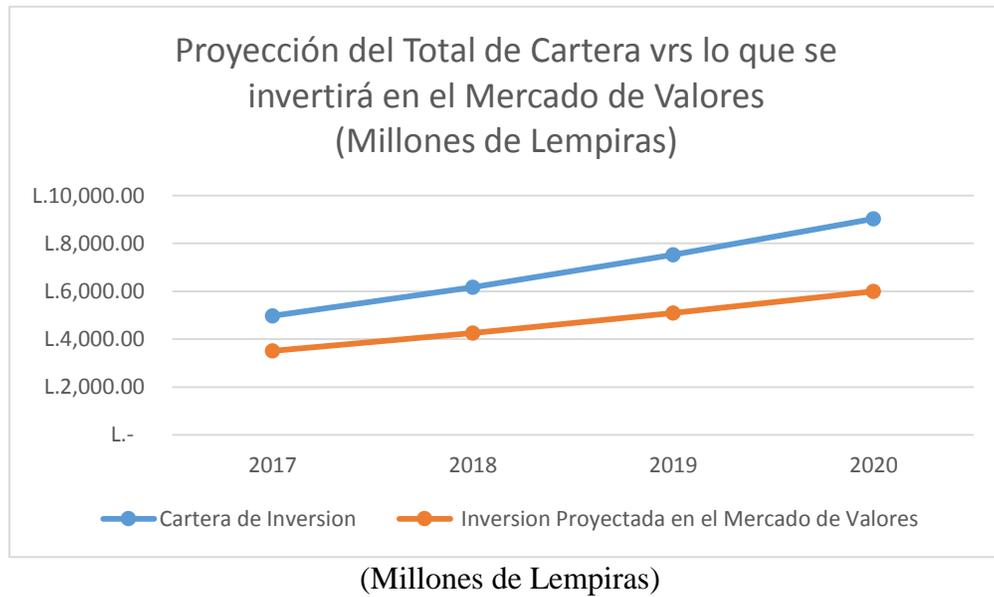
Ilustración 11. Porcentaje de Inversión de las AFP's Públicas en el Mercado de Valores



Fuente: Informe de inversiones financieras realizadas por los institutos de previsión social

Para el Escenario optimista se tomaran los supuesto de que el decrecimiento anual de la cartera de inversión de las AFP's privadas continuara siendo de un 2%, agregaremos una inversión en el mercado de valores similar a la de las AFP's públicas el cual en el 2016 fue de un 72% pero que en promedio ha decaído 1.3% por año, esto nos da una proyección de la inyección de capital que traerían las AFP's privadas al Mercado de Valores para los próximos cuatro años

Ilustración 12. Proyección del Total de Cartera versus lo que se invertirá en el Mercado de Valores



Fuente: Propia

Tabla 5. Proyecciones escenario Optimista

Año	2017	2018	2019	2020
Cartera de Inversión en Millones	L. 4,975.59	L. 6,169.73	L. 7,527.07	L. 9,032.48
Inversión Proyectada en el Mercado de Valores en Millones	L. 3,517.74	L. 4,257.11	L. 5,095.83	L. 5,997.57

Fuente: Propia

El primer escenario nos deja Montos de Inversión desde L 3,517 millones para el primer año hasta casi L6,000 millones en el 2020.

Para el Escenario Pesimista se tomaran los supuesto de que el decrecimiento anual de la cartera de inversión de las AFP's privadas continuara siendo de un 2%, se agregará una inversión en el mercado de valores similar a la que ya realiza Pensiones RAP el cual en el 2016 fue de un 10.3%,

esto dará una proyección de la inyección de capital que traerían las AFP's privadas al Mercado de Valores para los próximos cuatro años

Tabla 6. Proyecciones escenario Pesimista

<b>Año</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Cartera de Inversión en Millones	L. 4,975.59	L. 6,169.73	L. 7,527.07	L. 9,032.48
Inversión Proyectada en el Mercado de Valores en Millones	L. 51.25	L. 63.55	L. 77.53	L. 93.03

Fuente: Propia

Ahora que se conocen los montos que podrían invertir en cada uno de los escenarios se puede conocer el porcentaje que representarían estos montos en la proyección de montos que se transaran en el Mercado de Valores hondureño y que se pueden observar en la Tabla 9.

En la Tabla 7 se observan los valores reales transados en la Bolsa desde el año 2008 al 2016 tanto en el sector público como privado, lo cual fue necesario para conocer los porcentajes de variación de un año respecto al inmediato anterior y en base a ello poder generar una proyección de los montos a transarse en los próximos 4 años.

Tabla 7. Valores transados en la Bolsa (Cifras en millones de L.)

<b>AÑO</b>	<b>PÚBLICO</b>	<b>PRIVADO</b>	<b>INVERSIÓN</b>	<b>VARIACIÓN</b>
2008	37,157.70	1801.3	38,959.00	32%
2009	34,834.40	473.6	35,308.00	-9%
2010	101,703.20	733.9	102,437.10	190%
2011	122,725.70	2476.8	125,202.50	22%
2012	109,278.40	1022.9	110,301.30	-12%
2013	152,579.30	1595.9	154,175.20	40%
2014	140,316.20	1359	141,675.20	-8%
2015	192,403.90	1632.7	194,036.60	37%
2016	560,906.40	3967.2	564,873.60	191%

Fuente: Bolsa Centroamericana de Valores (BCV)

Para poder efectuar una proyección de los montos a transarse en Bolsa en los próximos 4 años, fue necesario analizar la Deuda Interna de Honduras en vista que es el Gobierno quien coloca el 98% en Bonos y Letras para poder financiar sus proyectos, por ende, existe una relación directa entre la Deuda Interna y los montos transados en el mercado de valores.

Tabla 8. Comportamiento del Saldo de la Deuda Interna de Honduras

AÑO	DEUDA	VARIACIÓN
2008	3043.2	
2009	3708.5	22%
2010	4819.8	30%
2011	5748.9	19%
2012	6417	12%
2013	8003.6	25%
2014	8682.8	8%
2015	9194.5	6%
2016	9507	3%
2017	10622.4	12%
2018	11676.9067	10%
2019	12531.8406	7%
2020	13386.7745	7%

Fuente: SEFIN

Para poder hacer un pronóstico de la deuda interna en los próximos cuatro años se efectuaron cálculos de proyecciones de nueve años (2008-2016) de forma lineal y con ello poder conocer tanto montos como las variaciones que se observan en la Tabla 8.

Para conocer los valores a transarse en la bolsa hasta el 2020 se realizó el cálculo del coeficiente beta que mostraran la volatilidad del mercado de valores en relación a la deuda interna los resultados se observan en la Tabla 9.

Tabla 9. Proyección de valores a ser transados en el Mercado de Valores

<b>Año</b>	<b>Valores Transados</b>	<b>Deuda Interna</b>
2009	-9%	22%
2010	190%	30%
2011	22%	19%
2012	-12%	12%
2013	40%	25%
2014	-8%	8%
2015	37%	6%
2016	191%	3%
2017	53%	12%
2018	52%	10%
2019	50%	7%
2020	49%	7%

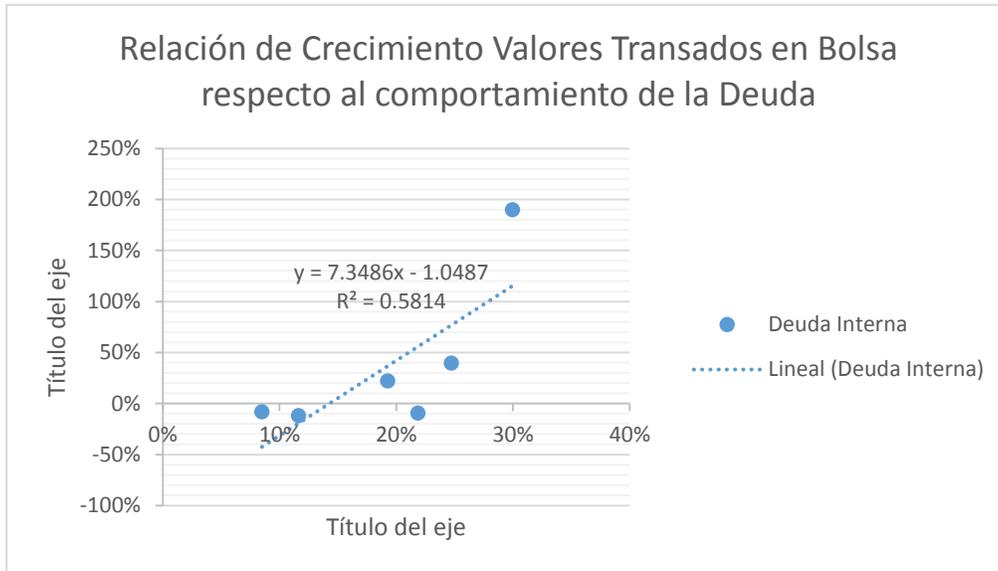
<b>Coefficiente Beta</b>	0.778642733
<b>Intercepto</b>	0.441638299

Este coeficiente nos dice que los montos transados son 77% más volátil que la deuda interna

<b>Año</b>	<b>Mercado</b>	<b>Deuda Interna</b>
2017	53%	12%
2018	52%	10%
2019	50%	7%
2020	49%	7%
<b>Coefficiente de Correlación</b>		0.969

Como comprobación se determinó el coeficiente de correlación entre el mercado y la deuda, la cual fue positiva entre ambas variables y fue una correlación casi perfecta. El intercepto y coeficiente que fueron necesarios para las proyecciones brindaron como resultado la relación que se aprecia en la Ilustración 13 en donde se evidencia que los valores seguirán creciendo, quizás no con la misma fuerza del 2016 pero si con montos considerables por lo que es posible potencializar un Mercado de Renta Variable tal como se expone en la sección 4.3.1.

Ilustración 13. Relación de Crecimiento Valores Transados en Bolsa respecto al comportamiento de la Deuda Interna



Fuente: Propia

Tabla 10. Participación de los Fondos de Pensiones privados en el Mercado de Valores

	2017	2018	2019	2020
Mercado de Valores en Millones	L. 858,186	L. 1304,442	L. 1956,664	L. 2915,430
Participación Escenario Pesimista	0.0060%	0.0049%	0.0040%	0.0032%
Participación Escenario Optimista	0.4099%	0.3264%	0.2604%	0.2057%

Fuente: Propia

Si bien es cierto las AFP's privadas inyectaran capital nuevo al mercado de valores los pronósticos planteados para los próximos 4 años muestran que estos montos no tendrán el protagonismo logrado por las AFP's públicas y que el impulso que ofrecerán será el de denotar aún más la necesidad de crear nuevos instrumentos en un mercado ávido de oferta donde todo lo que se ofrece se transa.

#### 4.3.1 Creación de nuevos Mercados

En base a la información obtenida de los instrumentos aplicados en esta investigación se logra evidenciar que actualmente en el Mercado de Valores hay figuras que están en la ley pero que no son utilizadas; las reformas a la ley en el año de 1998 vienen a raíz de una crisis individual aunado con el huracán Mitch en donde se cayeron puestos de bolsa que eran sociedades de capital anónimo y de capital privado no financiero las cuales hacían emisiones con tasas altas y bastante llamativas que llegaron a un punto donde no había posibilidad de pago o forma de honrar esa inversión. Todas desaparecieron o fueron liquidadas; aun cuando la CNBS no tenía injerencia sobre esos puestos porque no existía una ley en ese momento y la ley viene en el 2001 a raíz de ese contratiempo, lo que vino a restringir el movimiento de las ahora llamadas casas de bolsa y empieza a tomar las buenas prácticas de otros países y se crea un nuevo marco regulatorio a través de reglamentos para cada una de las figuras que están dentro de esa ley. Actualmente la ley es muy completa pero en la realidad no están todos esos participantes y lo que sucede con esta idea es que vengan nuevas figuras no solo de instrumentos sino más bien participantes que hagan necesarios que se creen nuevos instrumentos (Arita, 2017)

En base a la información y análisis planteados en este estudio se puede afirmar que el mercado de renta variable no existe en Honduras, por lo que su participación en el mercado de valores hoy días es nula.

En respuesta a que las AFP's privadas inyectarán mayor dinero a la economía hondureña es necesario la creación de nuevos mercados en los cuales poder invertir, lo que conlleva a la importancia de promover la inversión de capital; así como el desarrollo y profesionalización de

empresas; de forma que tanto personas físicas como jurídicas puedan diversificar sus portafolios de inversión.

Oscar Arita por parte de la Intendencia de Valores de Honduras afirma que actualmente si existen inversiones en la Bolsa de Valores las cuales se encuentran concentradas en dos casas de bolsas que son las que mueven el mercado: Fomento Financiero y Casa de Bolsa de Valores; estas dos son las que presentan mayor movimiento en el país y buscan nuevos clientes.

El desarrollo de un mercado de renta variable será esencial para el buen funcionamiento de la economía de Honduras debido a que jugará un papel importante en el desarrollo del sector de servicios, así como del sector manufacturero. Es importante que las empresas cuenten con financiamiento por lo que es trascendente contar con diferentes opciones para realizar la inversión y aún más importante generar fuentes de empleo. Por otra parte, se propone que Honduras cuente con este mercado de renta variable para que el inversionista pueda generar ingresos a través de los dividendos o de los excedentes con la venta de acciones. Este tipo de operación provee liquidez de forma rápida a los inversionistas.

El presente documento propone la creación del mercado de renta variable por las razones antes mencionadas en esta sección 4.2 y sobre todo porque las empresas podrán invertir en el desarrollo de nuevos servicios y productos, los cuales serán adquiridos por el público que generarán ingresos por diferentes vías: los mayoristas comercializarán productos de las empresas que cotizan en bolsa, el Gobierno recaudará fondos a través de impuestos indirectos y los inversionistas tendrán fuente adicional de ingresos.

## CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

### 5.1 CONCLUSIONES

- Los instrumentos que actualmente se transan en el mercado de valores hondureño son las letras del Banco Central de Honduras y SEFIN, Bonos de SEFIN, Bonos Corporativos de Entidades Financieras y Certificados de Depósito a Plazo. Sin que ningún instrumento nuevo fuera creado en los últimos 10 años de datos revisados, este mercado denota la necesidad de creación de nuevos instrumentos ya que solamente utilizan los de deuda, dejando a Honduras como el único país centroamericano sin explotar los demás mercados como el de renta variable o de reportos.
- No existen leyes que apoyen u obliguen a diversificar el riesgo de los fondos privados en Honduras y debido a que todavía no invierten sus activos en el mercado de valores su relación es inexistente.
- En los años de 2013 a 2015 el capital invertido por los fondos de pensiones públicos en el mercado de valores representa casi el 50%, lo que lo convierte en uno de los participantes más importantes y uno de los mayores impulsores, una cifra muy por arriba de la que los pronósticos realizados proyectan para los fondos de pensiones privados que no llegaran ni al 1% en los próximos 4 años.
- La información disponible sobre la cantidad de abonados y rentabilidad de las AFP's Privadas es insuficiente para poder determinar si su crecimiento de activos se debe a la afiliación de nuevos clientes o a las inversiones que realizan con sus activos.

## 5.2 RECOMENDACIONES

- Una vez que comience a desarrollar el mercado de valores, la CNBS debe promulgar reformas a los procesos de Ley que definan los activos financieros en los cuales las AFP's pueden invertir su capital, los límites máximos por sector e instrumento a invertir. La cual deberá ser vigilada constantemente para la diversificación del riesgo y el aseguramiento de la pensión de los afiliados.
  
- La información de las inversiones de las AFP's hondureñas en el mercado de valores debe ser pública para ayudar a los abonados a conocer en que se están invirtiendo sus fondos y el nivel de riesgo que cada AFP toma en sus inversiones.
  
- Realizar préstamos a los abonados sobre sus aportaciones para ayudar a crecer el capital y mejorar los rendimientos de las AFP's tal como lo hacen AFP Atlántida y Pensiones RAP.

## REFERENCIAS

- Aguilar, A. R. (1998). *El Mercado de Capitales en Chile y El Papel de los Fondos de Pensiones*.
- Arita, O. (mayo de 2017). Mercado de Valores. (E. Paz, & G. Paz, Entrevistadores)
- BCV. (mayo de 2017). *Bolsa Centroamericana de Valores*. Obtenido de <http://www.bcv.hn/inicio/que-es-la-bcv>
- Bosch, M. (2013). *Mejores Pensiones, Mejores Trabajos: hacia la cobertura universal en América Latina y el Caribe*. Whashington, D.C.
- CNBS. (2001). *Ley del Mercado de Valores*. Tegucigalpa.
- Colombia, S. F. (Diciembre de 2008). Conceptos Básicos del Mercado de Valores.
- Córdiba Padilla, M. (2015). *Mercado de Valores*. Ecoe Ediciones.
- Diccionario de Economía. (Septiembre de 2008). *Economía48*. Obtenido de <http://www.economia48.com/>
- Duarte, D. (09 de 2015). <http://www.solventa.com.py>. Obtenido de <http://www.solventa.com.py>: <http://www.solventa.com.py/wp-content/uploads/2015/09/Fondos-de-Pensiones-Desarrollo-del-Mercado-de-Valores-y-Financiamiento-de-Largo-Plazo-Dic-2014.pdf>
- Enciclopedia Financiera. (mayo de 2017). *Enciclopedia Financiera*. Obtenido de <http://www.encyclopediafinanciera.com/mercados-financieros/mercados-de-valores.htm>
- Espinoza, J. (02 de junio de 2014). La Prensa.
- Finanzas, M. d. (2017). *Portal de Transparencia Económica*. Obtenido de [http://mef.gob.pe/es/?option=com\\_wrapper&view=wrapper&Itemid=101731](http://mef.gob.pe/es/?option=com_wrapper&view=wrapper&Itemid=101731)
- Finanzas, M. d. (2017). *Portal de Transparencia Económica*. Obtenido de [http://mef.gob.pe/es/?option=com\\_wrapper&view=wrapper&Itemid=101731](http://mef.gob.pe/es/?option=com_wrapper&view=wrapper&Itemid=101731)

Hernández Sampieri, R. (2010). *Metodología de la Investigación* (6 ed.). McGraw-Hill Interamericana.

La Gaceta. (Viernes 06 de Diciembre de 2002). Decreto 319-2002. *La Gaceta*.

Moral Bello, C. (2001). *Los Mercados Financieros*. Francia.

Secretaria de Finanzas. (mayo de 2017). *Secretaria de Finanzas*. Obtenido de <http://www.sefin.gob.hn/?p=16035>

Stav, J. (30 de Junio de 2013). El Diario.

Superintendencia de Valores y Otras Instituciones. (2010). *Evolución del Mercado de Valores en Honduras Desde 1998 a la Actualidad*. Tegucigalpa.

Términos Financieros. (Diciembre de 2011). *Términos Financieros*. Obtenido de <http://www.terminosfinancieros.com.ar/>

## ANEXOS

### ANEXO 1. Instrumento para la recolección de información

Lugar y Fecha			
Municipio		Departamento	

Buen día, mi nombre es..., estudiante de la Maestría de Finanzas, y, en esta ocasión vengo aplicarle una entrevista como parte del estudio que estamos realizando. La entrevista tiene como objetivo conocer la situación actual del mercado de valores en Honduras y las posibilidades que existen de que se desarrolle por medio de los fondos de pensiones privados.

#### DATOS SOCIODEMOGRÁFICOS

1. Sexo del entrevistado

1	Hombre
2	Mujer

2. Nivel educativo que posee

1	Superior Incompleto
2	Superior Completo

3. Título que posee	1	Licenciatura
	2	Maestría
	3	Doctorado

**DATOS GENERALES**

1. Sector	1	Público
	2	Privado
	3	Mixto

2. Cargo	1	Intendente de supervisión de pensiones
	2	Supervisor

3. Años de Experiencia	1	1 – 5 años
	2	5 – 10 años

4. ¿Tiene algún antecedentes en AFP's? ¿cuál es?
5. ¿Qué papel desempeña usted y la CNBS con las AFP's en Honduras?
6. ¿Existe la posibilidad de que las AFP's privadas incurran en los problemas económicos que atravesaron las AFP's Públicas?
7. ¿Considera que se deben promulgar procesos de ley en los que se habilite a los Fondos de Pensión a invertir en títulos valores?

8. ¿Considera que algún factor ha impulsado el tema de las AFP's privadas en el país? ¿Cuál o cuáles?
9. ¿La ley no habla sobre la diversificación de las inversiones o la rentabilidad mínima que debe generar una AFP, la CNBS regulará este tema?
10. ¿Cuál es la participación de las AFP's en el mercado de valores?
11. ¿Desarrollará el Mercado de Valores hondureño con la inyección de capital de las AFP's privadas?
12. ¿Qué hace que las APS chilenas y brasileñas sean tan exitosas?
13. ¿Cuál es su pronóstico a nivel económico para las AFP's en los próximos 5 a 10 años?

## **ANEXO 2.** Análisis de las entrevistas a Expertos

Las entrevistas fueron aplicadas a dos expertos en Mercado de Valores y Fondos de Pensiones, específicamente de la Superintendencia de Valores ahora llamada Pensiones y Valores localizada en la Comisión Nacional de Bancos y Seguros; obteniendo los siguientes resultados:

### **2 ¿Qué papel desempeña usted y la CNBS con las AFP's en Honduras?**

La Comisión Nacional de Bancos y Seguros se encargar de inspeccionar, vigilar y controlar las instituciones supervisadas que incluyen a las AFP y los Instituto de Previsión públicos. Dando cumplimiento a lo que las leyes de la CNBS y la ley de los fondos de Pensiones establecen sobre supervisión.

Dentro de la superintendencia existen 3 áreas, Intendencia de Pensiones, Intendencia de valores encargadas de la supervisión insitu en las instituciones y como tercera está el Análisis de Cumplimiento y Seguimiento en donde se encuentra el cumplimiento de las Normas, Leyes etc. y otras actividades que conlleven un análisis como tal; ésta área está diferenciado por: Pensiones: que abarca los institutos públicos y privados de previsión y los Participantes del m-Mercado de Valores: los cuales están seccionados por los diferentes analistas los cuales tienen a su cargo una institución.

Respecto a las AFP's se verifica que el capital cumpla con el mínimo que establece la ley institucional, así como el cumplimiento de envío de información como estados financieros auditados, publicaciones, etc.; además de esto se hace labor de verificación del cumplimiento de estas instituciones en relación a las supervisiones que han tenido insitu.

### **3. ¿Considera que algún factor ha impulsado el tema de las AFP's privadas en el país?**

#### **¿Cuál o cuáles?**

Dentro de los factores que han impulsado las AFP ha sido la ley marco del sistema de previsión social esta ley establece una nueva cobertura obligatoria para todas las trabajadoras asalariadas entonces se considera la posibilidad del incremento de las personas interesadas en fondos de pensiones individuales eso ha fomentado que las instituciones financieras vean que hay un mercado mayor en el cual invertir.

Hoy en día son 4 las instituciones que pueden administrar fondos de pensiones como un AFP y en este sentido la ley y el impulso que ello dan al sector ha planteado nuevos productos y posibilidad de mejorar su pensión a futuro.

La idea es que las personas vayan voluntariamente a abrir sus fondos de pensiones no solo porque la ley los está obligando a hacer una cotización si nos mas bien por tener el incentivo del ahorro.

La idea principal es la creación de nuevas plataformas de negocio u opciones de obtener clientes para el grupo y se ha visto que los institutos públicos manejan un flujo de dinero bastante amplio; de ahí proviene que las instituciones privadas capten capital para invertir y generar mejores condiciones para los pensionados y la institución.

### **4. ¿Existe la posibilidad de que las AFP's privadas incurran en los problemas económicos que atravesaron las AFP's Públicas?**

Siempre existe una probabilidad que los problemas económicos atravesados por los fondos de pensiones públicos afecten a los privados, pero todo el control y supervisión que realiza la CNBS es para garantizar que las AFP cumplan con las funciones.

Si una institución en un punto extremo tiene problema en sus propias finanzas, no debe ser el fondo quien asuma la responsabilidad; sin embargo, el fondo según la ley da mecanismos para que esos fondos sean supervisados por otras AFP u otro mecanismo es asumir un tipo de ajuste para que la compañía sin necesidad de quebrar pueda recuperarse.

Toda la regulación está orientada a evitar llegar a un punto de no retorno y lograr más bien el fortalecimiento las AFP's, los fondos que administran y también instituciones de capitalización colectiva (Institutos de Previsión).

Para que una catástrofe como esta suceda deben suceder crisis financieras que serían mundiales y que arrastren a todas las empresas del grupo, pero en términos generales no debería darse problema ya que todo está orientado a que no exista.

Con las AFP's hay un plan voluntario en donde el usuario decide la edad en la que quiere formar parte de ese plan y para el tema de los que no son voluntarios depende de la situación financiera de la AFP en ese momento. Actualmente las AFP's tienen capital bastante amplio y ellos poseen buena situación lo que les permite mantener lo que indican los contratos ya sean individuales u obligatorios.

**5. ¿Considera que se deben promulgar procesos de ley en los que se habilite a los Fondos de Pensión a invertir en títulos valores?**

En la actualidad producto de la vigencia de la Ley Marco de protección social estableció que tenían que aprobarse una nueva ley de AFP's y esta nueva ley está en discusión por las autoridades del ejecutivo. Se debe presentar al congreso para que apruebe esta nueva ley que incluirá como debe ser el mecanismo de inversión.

El mecanismo es similar en forma al que se lleva con los institutos previsionales y la comisión lo que aprueba es un reglamento que incluye todos los instrumentos que cada AFP's puede administrar por ejemplo dentro de los instrumentos que hoy por hoy están el reglamento de inversiones de los institutos previsionales, el sistema de valores del mercado también es supervisado por la CNBS y el reto es fortalecerlo para que pueda haber una sinergia entre las pensiones y los valores.

El mercado de valores necesita de personas que inviertan y las pensiones necesitan invertir, el proceso actual es fortalecer los dos para que ambos puedan ganar, razón por la cual está creada la superintendencia de Pensiones y Valores con la idea de que haya sinergia entre ambos para que uno ayude al otro a desarrollarse

Los expertos indican que en los fondos de pensiones privados existe un proyecto de ley de AFP y dentro de esa ley se está estableciendo diferentes nuevas regulaciones para las AFP's.

**6. ¿La ley no habla sobre la diversificación de las inversiones o la rentabilidad mínima que debe generar una AFP, la CNBS regulará este tema?**

La ley va a incluir todo lo que la comisión considera debe regularse y también temas como afiliaciones automáticas, comisiones, formas de contratos y una serie de factores tomados en cuenta de la experiencia internacional.

Existen diferentes concepciones de lo que es más adecuado como por ejemplo que la rentabilidad mínima es lo mejor pero una figura llamada comportamiento de Manada y una vez que las AFP's comienzan a fusionarse como en otros países las AFP's dejan de competir por dar una mejor rentabilidad solo dan la rentabilidad mínima.

Lo que debe evaluarse es cualquier incentivo que pueda darse para que las personas puedan pedir que haya mejores rentabilidades y las AFP's estén en la capacidad de hacerlo; toda la regulación y normativa que pueda permitir eso.

Mayor protección a usuario y a instituciones es el objetivo de la nueva ley para aprovechar la coyuntura de que se hicieron reformas a la ley marco que es un marco obligatorio pero las personas están en el derecho de saber que con lo que aportan cuanto tienen derecho a recibir porque las personas en otros países se dan cuenta de eso hasta muchos años después.

Es importante la transparencia a largo y corto plazo para que la gente tenga confianza y que luego le indiquen la institución falló por no poder devolverle sin poder hacer nada más y ese es el reto del congreso para aprobar una ley que cumpla las expectativas que requiere la población hondureña.

## **7. ¿Cuál es la participación de las AFP's en el mercado de valores?**

Actualmente si existen inversiones sin embargo los clientes más activos se encuentran en dos casas de bolsas que son las que mueven el mercado: Fomento Financiero y Casa de Bolsa de Valores. Esas dos son las que tienen mayor movimiento y andan buscando nuevos clientes; pero cuando la CNBS analiza la información relacionada con los clientes se ve que las AFP's no aparecen con grandes participaciones. Cabe mencionar que Atlántida y Ficohsa tienen sus propias casas de bolsa, por lo que la negociabilidad de ellos es con los bancos.

Dentro de los pasos de los próximos años se permitirá como en otros países que las personas conozcan los portafolios que pueden tener opciones de si toman uno u otro fondo por ejemplo que cada institución de información general, que se especifique en qué se invertirá

(documento, inversión, proyecto) para que las personas conozcan el riesgo y tomar la decisión final.

Las AFP's establecen un portafolio que tiene dos características fundamentales: mucha seguridad y que les brinden la liquidez que los fondos creen que sus clientes pueden requerir. Es importante que los fondos de pensión tengan la liquidez necesaria para que las personas puedan retirar su dinero en cualquier momento.

### **8. ¿Desarrollara el Mercado de Valores hondureño con la inyección de capital de las AFP's privadas?**

Los fondos de pensiones privados ya se encuentran invirtiendo en el mercado de valores, pero el mercado de valores hondureño está compuesto por ofertas privadas y ofertas públicas.

El mercado de valores hondureño según las auditorias desarrolladas a la CNBS hay arrojado que los fortalecimientos del sistema de pensiones conllevan sin duda al desarrollo económico de todo el país. Las crisis pasadas dificultan la confianza en el sistema de valores por lo que se debe afianzar la misma ya que las personas necesitan seguridad donde realizar sus transacciones.

Los expertos coinciden en que el mercado de valores hondureño si desarrollará con la inyección que pueda proveer los fondos de pensiones privados. Actualmente hay un reglamento para los fondos de pensiones públicos en donde se les indica donde deben efectuar sus inversiones, eso se va a reformar y de alguna manera va a dar más apertura para que puedan invertir aún más del monto que ya tienen autorizado. El artículo 37 de la ley marco de protección social dispone que las inversiones que se hagan del recurso del fondo o de lo creado de los

institutos de previsión que ahora son denominados Sistemas de Protección Social sea invertido en títulos de oferta pública, lo que significa que al ser oferta pública va a ir directamente a activar todos los participantes del mercado como las Calificadoras de Riesgo, los emisores, los intermediarios, así mismo la bolsa que va a proveer toda la plataforma para que se den los negocios. Por los aportes antes descritos de los expertos coinciden en que si habrá un crecimiento.

### **9. ¿Que hace que las APS chilenas y Brasileñas sean tan exitosas?**

Los expertos coinciden en que lo que vuelve exitosas a las AFP's chilenas y Brasileñas es su transparencia ya que cuentan con plataformas en donde el público puede ingresar y ver todo lo relacionado con el mercado de valores, ver los instrumentos, la información, verificar la inversión que podría hacer y de ahí agarrarse para tomar decisiones por su propia cuenta o buscar un asesor financiero o asesor bursátil. En Honduras no existen las figuras de asesor, pero actualmente la ley permite que las casas de bolsas hagan asesoramiento y ese es uno de sus negocios.

Pero hay que recordar que aunque a nivel financiero son muy exitosas uno de los grandes problemas que atravesaron fondos de pensiones en Chile, aunque han tenido éxito en buscar inversiones buenas el problema fundamental es la baja por cotizaciones y cuando las personas inician sus aportaciones las proyecciones indicaban tendrían pensiones muy altas pero 30 años después comienza a ver la gente que se jubila que las pensiones no son del nivel que les prometieron; si no que mucho más bajas y es lo importante de las reformas en términos de seguridad que se están aplicando en Honduras.

## **10 ¿Cuál es su pronóstico a nivel económico para las AFP's en los próximos 5 a 10 años?**

El pronóstico para las AFP's es que a raíz de la ley habrá mayor oportunidad para captar a más clientes; actualmente existe cierta libertad para las AFP's y se pretende cambiar para que haya mayor control y orden. Por otra parte es fundamental el bienestar del inversionista ya que la CNBS debe velar por ello; sobre todo porque no se puede desarrollar un mercado si las personas no estarán protegidas. El mercado de valores al tener cierto nivel de incertidumbre se convierte en un mercado de riesgo, pero para eso debe haber transparencia, ya que toda la información debe estar disponible a la vista del inversionista y de las personas interesadas para que se puedan tomar las mejores decisiones.

Se han realizado varias consultorías internacionales y todas dan resultados favorables pero lo más importante es que las personas sientan que recibirán y que van a contar con un complemento de pensión o jubilación para los que la tomen voluntariamente.

Hay factores que no se pueden controlar como las crisis, las burbujas, pero se deben tomar la lección aprendida y tomar la experiencia.