

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

21

**INTEGRACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES
EN CENTROAMÉRICA**

Edgar Balsells



NACIONES UNIDAS

**PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD
POLÍTICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**INTEGRACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES
EN CENTROAMÉRICA**

Edgar Balsells



NACIONES UNIDAS

**COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD
POLÍTICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

Santiago de Chile, agosto de 1994

LC/L.856
Agosto de 1994

Este trabajo fue preparado por el Consultor señor Edgar Balsells. La edición técnica estuvo a cargo del Sr. Andras Uthoff, Asesor Regional de la Unidad de Financiamiento y del Proyecto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras en la Transformación Productiva con Equidad". Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de su autor y pueden no coincidir con los de la Organización.

ÍNDICE

	<i>Página</i>
Prefacio	5
INTRODUCCIÓN	7
I. DESAFÍOS Y OPORTUNIDADES DEL ACTUAL DESARROLLO DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL EN CENTROAMÉRICA	9
II. ENTORNO INSTITUCIONAL, MACROECONÓMICO Y DE MERCADO DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL EN CENTROAMÉRICA	11
1. Voluntad política y entorno institucional	11
2. Posibilidades y limitaciones al proceso de integración bursátil	12
III. PROYECTOS EN PRO DE LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES	17
1. Intercambios y coordinación de actividades	17
2. Definición de un marco regulatorio	18
3. Desarrollo de instrumentos	18
IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	21
BIBLIOGRAFÍA	23
Anexo: EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA	25

Prefacio

A mediados de la década de los años ochenta surgió, en los países de América Latina y el Caribe, un renovado interés por impulsar el desarrollo de sus mercados de capital. Este interés se relaciona principalmente con una de las carencias más significativas de los sistemas financieros de los países de la región: el insuficiente desarrollo de instituciones e instrumentos financieros de captación y canalización de fondos de mediano y largo plazo hacia la inversión.

Con miras a contribuir al análisis de los factores y las políticas que inciden en el desarrollo de los mercados de capital, el proyecto regional conjunto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras para el Desarrollo" RLA/92/003, encomendó cuatro estudios sobre este tema en 1993. Estos estudios abordaron respectivamente las experiencias de Chile, Ecuador, México y de los países del istmo centroamericano (incluido Panamá). El estudio de Chile enfatiza la relación entre los fondos de pensiones, que surgieron con la reforma al sistema de pensiones de 1981, y el acelerado desarrollo que ha experimentado el mercado doméstico de capitales en los años siguientes. El trabajo de Ecuador señala los factores que han provocado el estancamiento de las bolsas de valores de Quito y Guayaquil, y las modificaciones macroeconómicas e institucionales que han tenido lugar desde fines de los años ochenta —incluyendo una reciente reforma a la ley de valores— sobre la base de las cuales se espera el relanzamiento del mercado doméstico de capital en la década del noventa. El estudio sobre México destaca el vigoroso desarrollo de instrumentos financieros y de la institucionalidad financiera doméstica como un requisito para atraer desde 1990 substanciales fondos externos en la forma de inversiones internacionales de cartera. El trabajo sobre los países del istmo centroamericano, incluido Panamá, aborda las condiciones y las políticas encaminadas a promover un desarrollo integrado de sus bolsas de valores considerando la limitación natural que impone la estrechez de sus mercados domésticos de valores.

Esta publicación presenta una versión abreviada del informe sobre la "Integración de las Bolsas de valores en Centroamérica" que elaboró el Sr. Edgar Balsells. El caso del istmo centroamericano ilustra la importancia del desarrollo de instituciones e instrumentos para satisfacer la voluntad de un proceso de integración de los mercados financieros, avalado por importantes acuerdos políticos expresados en sucesivas Cumbres Presidenciales. Se identifican cuatro grupo de factores que adecuadamente potenciados podrían facilitar los procesos de integración financiera. A saber: la favorable evolución de la situación macroeconómica de la región; el carácter incipiente de los mercados de capitales; el potencial desarrollo que ofrecen empresas actualmente cerradas, de corte familiar y estrechamente relacionadas; y la asimilación del desarrollo financiero moderno. El autor distingue tres áreas que deben explorarse para avanzar en estas materias. El fortalecimiento de instancias de intercambio y coordinación de actividades es fundamental para traducir las orientaciones básicas de orden político en aspectos técnicos relevantes. La definición de un marco regulatorio común a fin de establecer las mismas "reglas de juego" en los mercados. Finalmente, un continuo desarrollo de instrumentos financieros que permita la expansión de los mercados domésticos y su internacionalización, incluyendo incentivos al ahorro de mediano y largo plazo, el desarrollo de inversionistas institucionales, la privatización de empresas públicas y la intermediación de valores de empresas abiertas.

INTRODUCCIÓN

En sus esfuerzos por alcanzar la integración subregional, los gobiernos centroamericanos manifiestan un marcado interés en materia de integración financiera y bursátil. Esto se demuestra a nivel político en los esfuerzos promovidos a través de las Cumbres Presidenciales.

La integración financiera se ha visto fortalecida por la inusitada innovación financiera que se viene produciendo en el área, producto del retorno de capitales desde el exterior, la recuperación macroeconómica y la cercanía de la región con el bloque económico más grande y desarrollado del mundo. En la actualidad, se realizan considerables esfuerzos en la sistematización teórico-práctica del funcionamiento de áreas expuestas a la integración monetario-financiera.

El trabajo se organiza en cuatro partes adicionales a esta breve introducción. En la que sigue se revisan las principales características de las actuales bolsas de valores en la subregión, los desafíos y virtudes que ellas significan para los esfuerzos de integrarlas entre sí y con aquellas del resto del mundo. Luego, se pasa lista a los principales desarrollos que están ocurriendo en apoyo a la actividad bursátil en la subregión y su eventual integración. En la tercera parte se enumeran algunos de los mayores condicionantes para que los proyectos de integración bursátil y financiera alcancen éxito. Finalmente se incluyen algunas recomendaciones, tanto en relación a la integración subregional como en relación a aquella con el resto del mundo. En un anexo se describe la situación actual del proceso bursátil centroamericano.¹

¹ El estudio no toma en cuenta las dos bolsas agrícolas de la región (domiciliadas en Guatemala y Costa Rica). Asimismo, no se incluye a Nicaragua en el análisis, en virtud del precario desarrollo bursátil que tiene este país.

I. DESAFÍOS Y OPORTUNIDADES DEL ACTUAL DESARROLLO DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL EN CENTROAMÉRICA

Una breve descripción de la evolución reciente de las bolsas de valores de los países de Centroamérica y Panamá —tema que se amplía en el anexo— permite ver que con la sola excepción de Costa Rica y Panamá en que las bolsas fueron fundadas en 1976 y 1986, respectivamente, las bolsas de valores centroamericanas pueden considerarse como incipientes. Estas surgen precisamente en una etapa en la que se han superado los severos desequilibrios macroeconómicos que afectaron a la región en la década de los años ochenta.

Tanto Guatemala como Costa Rica cuentan con más de una bolsa de valores, lo cual ha incrementado la competitividad bursátil, en vista de que las de reciente creación han surgido con una actitud innovadora anunciando el desarrollo de la participación accionaria. Además, esta nueva generación se basa en procesos automatizados, y se encuentra asociada con sistemas más complejos, asesorados por países con mayor tradición bursátil.

Hasta el momento, las transacciones predominantes son parte del llamado Mercado de Dinero, que se caracteriza por la negociación de instrumentos con un horizonte de tiempo menor a un año. Mientras que en Panamá y Honduras predominan títulos de deuda de casas comerciales privadas, en Costa Rica, El Salvador y Guatemala han adquirido vigencia las operaciones de mercado abierto, la negociación de títulos gubernamentales, los acuerdos de recompra (reportos) —que tienen una motivación predominante de liquidez bancaria—, y últimamente, el uso de las bolsas permite realizar transacciones en divisas.

El retorno de capitales y el influjo de dólares, en general, forman parte de los factores que han dinamizado las transacciones bursátiles. Posiblemente, el salto más sorprendente es el observado por la Bolsa de Valores Nacional de Guatemala que en sus inicios, en 1986, llegó a transar Q.54 millones (equivalentes al 0.3% del PGB), mientras que, en 1991, sobrepasó los Q.6 000 millones (12.8% del PGB). Finalmente, un año después, en 1992, se alcanzan los Q.12 000 millones en los mercados primario y secundario (22.4% del PGB).

Las bolsas de Panamá, Costa Rica y Guatemala se constituyen como las más importantes de la región. Dadas las especiales condiciones macroeconómicas panameñas, el interés de integrarse a tal mercado estriba en la posibilidad de negociar en los mercados internacionales títulos de origen centroamericano, valorizados en moneda dura, o su equivalente, y estandarizados con los requerimientos de los sistemas financieros y bursátiles internacionales.

Una mención importante merecen las Casas o Puestos de Bolsa, que se constituyen actualmente en los principales agentes impulsores de la innovación financiera. En el más reciente seminario organizado por la Asociación de Bolsas de Comercio de Centroamérica —BOLCEN—, se subrayó la importancia de estas empresas como agentes principales de la ingeniería e innovación financiera.

En materia de tecnología, en prácticamente todas las bolsas existe la implantación de estrategias de automatización y de correo electrónico, lo cual ha permitido una mejor comunicación con las Casas de Bolsa, a nivel nacional. El principal problema detectado en este sentido, para efectos de una futura integración bursátil, se refiere a la falta de criterios homogéneos para la adquisición de *hardware* y del diseño de *software*.

Las bolsas electrónicas de Costa Rica y Guatemala han sido creadas en abierto desafío a diversos privilegios monopólicos de las bolsas nacionales, lo que ha otorgado a las primeras poca predisposición de optar por recomendaciones en torno de la homogeneización de avances tecnológicos.

De la descripción de la evolución de las bolsas en el anexo, conviene destacar la importancia que tiene la globalización además de los esfuerzos propios de la integración de Centroamérica. En general, esto se aprecia en el desarrollo que ha tenido la tecnología de la electrónica que hoy está a disposición del manejo de operaciones financieras en el ámbito mundial. La integración financiera de Centroamérica surge como una oportunidad que se origina por el hecho de que el desarrollo bursátil está en cierto modo partiendo de cero, con importante voluntad política de hacer esfuerzos de integración regional e iniciar vínculos con el resto del mundo.

Entre las características que permiten ver por donde es necesario avanzar para continuar con los desarrollos bursátiles caben mencionar cuatro: i) el carácter de las actuales bolsas de valores donde se destacan, entre otras, su naturaleza incipiente, su activación por el sector público (quedando un gran potencial para desarrollar por el sector privado) el predominio de instrumentos de renta fija, pagarés de corto plazo y títulos de tesorería (quedando un potencial para el desarrollo de otros instrumentos financieros rentables); ii) las características de las actuales sociedades y de la legislación en torno a ellas donde se destacan su naturaleza cerrada (que requiere de un cambio cultural en torno a ellas, antes de someterlas a intermediación en las bolsas de valores locales y otras), y la desactualización de la ley de Sociedades Anónimas; iii) el entorno macroeconómico e institucional donde se destaca el potencial que ofrece un eventual mejoramiento en la regulación a la inversión en la bolsa de fondos de pensiones, provenientes ya sea de reservas de sistemas de reparto o de sistemas de capitalización privados; la favorable evolución de las condiciones macroeconómicas en general; y el apoyo político a los esfuerzos de integración que promueve la profundización de las instituciones bursátiles recurriendo a papeles con sello centroamericano que puedan ser internacionalizados; y iv) el desarrollo organizacional de las actuales bolsas que se está traduciendo en la paulatina adquisición de técnicas modernas de procesamiento electrónico de las operaciones bursátiles y la búsqueda de criterios de uniformidad; la existencia de muchas bolsas (tradicionales y electrónicas) que crean condiciones de competencia en los mercados en que operan; y la opción por un sistema de autorregulación antes que el de muchos agentes fiscalizadores, lo que siempre ha sido preferido por los operadores de bolsas.

Un caso especial en los esfuerzos de integración financiera es el de Panamá. De hecho, prevalecen múltiples dudas en relación con la posibilidad de integración económica de Panamá con el resto de las repúblicas del istmo. Sin embargo, es precisamente en el campo financiero y particularmente el bursátil, en donde se han estructurado propuestas e implantado acciones que muestran los potenciales efectos positivos de un mayor acercamiento en el precitado país.

Existe un marcado interés por robustecer la integración, principalmente entre los tres países con mayor potencial bursátil: Panamá, Costa Rica y Guatemala. La causa de tal interés es evidente: la República de Panamá ha acusado un importante nivel de recuperación económica a partir de 1991, basándose en sus conocidas ventajas comparativas, centradas en la economía de servicios. Adicionalmente, la realidad monetaria panameña permite que dicho país sea un enlace adecuado hacia la globalización financiera, por parte de Centroamérica.

II. ENTORNO INSTITUCIONAL, MACROECONÓMICO Y DE MERCADO DE LA ACTIVIDAD BURSÁTIL EN CENTROAMÉRICA

El contexto dentro del cual la subregión busca integrar sus sistemas financieros está caracterizado por un contraste entre, por un lado, la voluntad política y el desarrollo institucional que se ha materializado como consecuencia de sus mandatos y, por el otro, las dificultades técnicas que implica llevar adelante este proyecto.

1. Voluntad política y entorno institucional

La integración financiera está inserta dentro de orientaciones básicas de los gobiernos de la región, centradas: en el impulso de una estrategia conjunta de desarrollo hacia afuera, en la readecuación del proceso de integración para adaptarlo a la apertura externa, en la conformación de un bloque económico para insertarse con mayor eficacia a la economía mundial y en la transformación de las estructuras productivas.

En relación a la integración financiera merece destacarse la normativa contenida en el nuevo Protocolo al *Tratado General de Integración Económica Centroamericana*, aprobado en octubre de 1993 por los Presidentes centroamericanos.

El proyecto considera la libre movilidad de los factores productivos, indicando que "los Estados Contratantes convienen en procurar la libre movilidad de la mano de obra y del capital en la región, mediante la aprobación por consenso de las políticas necesarias para lograr ese propósito".

Paralelamente a este proceso, la llamada "integración de dos velocidades" se constituye como otro factor novedoso, sobre todo en el período 1992-1993, con la formalización de acciones específicas, a partir de la entrada en vigencia el 1º de marzo de 1993 del Acuerdo de Nueva Ocotepeque sobre Comercio e Inversión. Dicho Acuerdo fue impulsado y firmado inicialmente por los tres Presidentes de la parte norte de Centroamérica, y posteriormente por Nicaragua, solicitando este último un trato especial respecto al resto de los países. En dicho proceso de integración de dos velocidades, se propone: i) la simplificación de los trámites aduaneros y de movilidad de los ciudadanos de los países signatarios; ii) el perfeccionamiento, en el corto plazo, de una zona de libre comercio, así como la implantación de la unión aduanera como paso previo a la unión económica; iii), se ratifica la movilidad de capitales, la libre convertibilidad y la no intervención de los bancos centrales a este respecto; iv) se impulsa el establecimiento, en cualquiera de los países, de sucursales de bancos privados y entidades financieras de otro país miembro, siendo dicho mandato extensivo a la coordinación e integración de las bolsas de valores; y v), se considera la revisión de la legislación financiera y el tratamiento fiscal de los instrumentos e instituciones financieras, para estimular el intercambio y lograr su armonización.

La preparación de los elementos técnicos necesarios, así como el cronograma de actividades se han encargado a entidades como el Consejo Monetario Centroamericano, la Federación de Cámaras Privadas de América Central (FEDEPRICAP) y la Federación

Centroamericana de Bancos, las cuales se han constituido en el soporte de las iniciativas presidenciales. Uno de los esfuerzos iniciales, que mayor tiempo y energía consumen actualmente, se refiere a las modalidades y formas de implantación de la licencia única bancaria, que permitirá a cualquier banco o sociedad financiera domiciliado en algún país miembro, operar en otro bajo un tratamiento uniforme, y sin discriminación con respecto a los bancos de origen nacional. Estas iniciativas se consideran de extrema importancia para la concretización de la integración bursátil, en virtud del papel dominante que los bancos poseen en Centroamérica, y la estrecha interrelación entre éstos y las actividades bursátiles.

Por otro lado, uno de los pasos más concretos en materia de interconexión bursátil se refiere a la declaración conjunta de los presidentes de la Bolsa de Valores Nacional, S.A. de Guatemala, la Bolsa Hondureña de Valores, S.A. y Mercado de Valores de El Salvador, S.A. (Bolsa de Valores), el día 28 de abril de 1993. En dicha declaración se indica que la Comisión Financiera, integrada por los Presidentes de las Bancas Centrales, Representantes de la Banca Privada y de algunas de las Bolsas de Valores, propuso proceder a la integración de los sistemas bursátiles al menor tiempo posible. Con este propósito se sugirió: i) desarrollar sistemas de correo electrónico para agilizar la negociación de valores en los tres países; ii) unificar los requisitos reglamentarios y financieros para la inscripción y registro de títulos valores susceptibles de negociación en las bolsas, con el objeto de negociar dichos títulos en cualquiera de las bolsas de valores signatarias; iii) uniformar los sistemas de custodia, administración, liquidación y transferencia de valores y dinero, mediante la integración de las cajas o centrales de valores de las bolsas signatarias; y iv) desarrollar los mecanismos legales para que las Casas de Bolsa de un país puedan tener agencias, sucursales, establecimientos o corresponsalías para operar en las Bolsas signatarias.

La creación de la Asociación de Bolsas de Comercio de Centroamérica —BOLCEN— ha sido otro hito importante. Dicha entidad, fue creada en 1991, agrupa a las bolsas de la región y tiene como objetivo general "el fomentar, promover y contribuir con el establecimiento y adecuado funcionamiento de bolsas de comercio en la región centroamericana, incluyendo dentro de ésta a la República de Panamá, así como con la integración de sus bolsas de comercio".

Como objetivos específicos de BOLCEN se encuentran los siguientes: i) fomentar la integración bursátil; ii) llevar a cabo programas y seminarios para el mejoramiento y capacitación técnico-profesional; iii) fomentar el establecimiento de sistemas y mecanismos apropiados para el comercio bursátil; iv) establecer sistemas que faciliten el intercambio de información; v) establecer bancos de información en materia jurídica, económica, contable, tributaria y bursátil; y vi) promover campañas de divulgación sobre la actividad bursátil.

2. Posibilidades y limitaciones al proceso de integración bursátil

El avance del proceso de integración bursátil depende de tres grandes factores: a) las normas regulatorias; b) el manejo macroeconómico; y c) la estructura organizacional de los mercados de capitales.

a) *Uniformidad de normas y procedimientos*

Cada país ha continuado encasillado en sus sistemas nacionales, con múltiples divergencias en el *know how* particular de cada sistema. Los procesos de inscripción,

registro, divulgación de información y liquidación de los títulos son diferentes entre los países. No sólo existe una falta de uniformidad regulatoria, sino una marcada debilidad en la normativa existente. Finalmente, en el plano de generar confianza en los mercados de la región, se debe agregar la reticencia de los inversionistas de terceros países a invertir en países que recientemente vienen superando convulsiones políticas y sociales.

b) *Manejo macroeconómico*

Los desajustes macroeconómicos y la crisis de la deuda externa de los años ochenta han derivado en lineamientos de política monetaria y cambiaria bastante similares. En efecto, todos los países mantenían en 1993 políticas de tasas de interés flexibles y una amplia libertad cambiaria. En el plano macroeconómico se observan también los siguientes resultados (véase el cuadro 1).

i) a partir de 1992 se inicia un ciclo de expansión de la actividad económica; después de la prolongada recesión de los años ochenta todos los países han crecido en términos reales, a tasas mayores al 4% por año, con la excepción de Nicaragua;

ii) el período que se inicia a comienzos de los años noventa refleja una fase de estabilización (todos los países redujeron sus ritmos inflacionarios a partir de 1990; el caso más sorprendente es el de Nicaragua que disminuyó su inflación de 13 490% en 1990, a tan solo 3.9% a fines de 1992);

iii) la variación de las reservas monetarias internacionales netas refleja acumulaciones como resultado del influjo de capitales privados (en virtud de la reversión de la salida de capitales que se observó en la pasada década);

iv) las operaciones de mercado abierto han pasado a ser el instrumento predominante en la política monetaria; sin embargo, las intervenciones estabilizadoras de los bancos centrales en el mercado cambiario lo han hecho incurrir en pérdidas cuasifiscales al absorber liquidez); y

v) el influjo de capitales externos sobre el tipo de cambio ha tenido un impacto revaloratorio no consistente con los esfuerzos por incentivar las exportaciones.

La generación de potenciales desequilibrios, como resultado de la particular forma en que cada país está resolviendo las pérdidas cuasifiscales de su política monetaria, son de gran importancia en la generación de expectativas inflacionarias. La pérdida de confianza en la viabilidad de la política monetaria podría desencadenar, en un mediano plazo, problemas inflacionarios que hasta el momento han sido controlados. El surgimiento de expectativas de inflación es uno de los obstáculos más severos a la coordinación de las políticas monetarias y a los esfuerzos en materia de integración, ya que genera incertidumbre respecto a la rentabilidad de instrumentos denominados en diferentes monedas.

c) *Estructura de los mercados de capitales*

En la organización del mercado de capitales es tal vez donde hay más factores positivos para la integración. Estos están asociados a la creación de segmentos del mercado de capitales de largo plazo y a la creciente movilidad de los factores productivos. Hasta ahora las bolsas de valores han sido tradicionalmente activadas por el sector público y están dominadas por instrumentos de renta fija (pagarés de corto plazo y títulos de tesorería). Esto permite un potencial para el desarrollo de otros instrumentos rentables por parte del sector privado.

Cuadro 1
CENTROAMÉRICA: INDICADORES MACROECONÓMICOS BÁSICOS

Indicadores	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá
ENTRADA DE CAPITAL						
(Millones de dólares)						
1991	515	299	740	400	935	516
1992	587	482	738	371	1 076	398
1993	695	495	1 020	210	775	486
CRECIMIENTO DEL PGB						
(Porcentajes)						
1981-1990	2.5	-0.1	0.9	2.6	-1.6	0.7
1991	2.1	3.3	3.5	2.1	-0.4	9.1
1992	6.8	4.7	4.7	5.7	0.8	8.0
1993	6.0	5.0	4.9	3.5	-1.0	5.5
TIPO DE CAMBIO REAL						
(1985 = 100)						
1989	110	105	188	109	220	-
1990	112	141	220	195	169	-
1991	121	135	193	199	161	-
1992	115	134	192	200	168	-
1993	110	122	191	214	139	-
TASA DE INFLACIÓN						
(Porcentaje)						
1989	10.0	23.5	20.2	11.4	1 689.1	-0.2
1990	27.3	19.3	59.8	35.2	13 490.2	1.2
1991	25.4	9.8	10.0	24.5	775.4	2.4
1992	17.0	20.2	14.3	6.5	3.9	1.6
1993	9.2	13.5	12.8	13.4	28.3	1.6
DEFICIT(-) O SUPERÁVIT						
DEL GOBIERNO CENTRAL						
(Porcentaje del PGB)						
1989	-4.1	-4.9	-3.8	-7.3	-6.7	-7.1
1990	-4.4	-3.2	-2.3	-6.3	-17.2	6.8
1991	-3.2	-4.6	-0.1	-4.8	-8.0	-2.7
1992	-1.9	-4.5	-0.5	-5.0	-7.9	-1.2
1993	-1.5	-3.2	-1.0	-6.9	-5.8	-
SALDO EN CUENTA CORRIENTE						
(Millones de dólares)						
1991	-167	-369	-186	-334	-849	-318
1992	-446	-423	-758	-379	-1 074	-282
1993	-605	-345	-1 000	-370	-855	-305

- *Desarrollo de mercados de largo plazo:* Hasta mediados de la década de los años setenta, los países de la región desarrollaron una intermediación financiera con horizontes de mediano y largo plazo, por ejemplo: i) creación de instituciones de fomento de vivienda y de los sectores agrícola, industrial y turístico, etc.; ii) conformación de *holdings* públicos, al estilo de la CORFO en Chile o NAFINSA en México; y iii) puesta en marcha de sociedades financieras orientadas a financiar inversiones con largos horizontes de tiempo. Estos esfuerzos favorecieron la creación de instrumentos e instituciones financieras, que promueven el ahorro de largo plazo, y su materialización en proyectos de inversión de más lenta maduración. Estas experiencias pueden rescatarse con miras a promover la integración financiera regional.

- *Participación del sector público:* Respondiendo a los requisitos de estabilidad financiera y de innovación financiera, se asignó al Estado y a las instituciones de fomento, un papel de primer orden dentro del mercado de capitales. El *holding* público CODESA de Costa Rica tomó la iniciativa de organizar, a finales de los años setenta, la primera bolsa de valores en Centroamérica. Algo similar ocurrió en El Salvador, aunque con menos éxito, en virtud de que la bolsa de valores creada por iniciativa pública funcionó por poco tiempo, transando principalmente valores gubernamentales.

Guatemala, Honduras y Panamá son los países con menor ingerencia del sector público dentro del sistema financiero. El sector financiero guatemalteco es, y ha sido, eminentemente privado y, aún en los años de mayores desequilibrios macroeconómicos, mostró una solvencia adecuada. Por esta razón, Guatemala es el país con menos cambios jurídicos e institucionales en su sistema financiero. En este país prevalece un marco legal que data de 1946 aun cuando se avizoran cambios importantes en el corto plazo. El Salvador y Costa Rica han progresado en la innovación de sus marcos reguladores, a fin de revertir la tendencia dirigista en sus sistemas financieros. El Salvador ya cuenta con la legislación financiera más moderna de la región; Costa Rica está por iniciar la tercera fase del Proyecto de Ajuste Estructural —PAE III—, que enfatiza en la modernización financiera.

Cabe indicar que la idiosincrasia y modalidades de financiamiento de las empresas nacionales son factores que han entrabado el desarrollo del mercado de capitales. Muy pocas son las empresas centroamericanas que han adoptado una estructura abierta de financiamiento. Además, su estrecha relación con bancos determina el predominio del financiamiento mediante crédito bancario, en detrimento del endeudamiento y la capitalización a través de mecanismos bursátiles.

- *Desarrollo de nuevos instrumentos financieros:* La crisis de los años ochenta fomentó el financiamiento de corto plazo, y erosionó la antigua estructura de financiamiento a plazos más largos. Sin embargo, la presencia de rígidas regulaciones y el racionamiento del crédito hicieron florecer actividades financieras informales no atractivas para los bancos comerciales tradicionales: tarjetas de crédito, créditos de consumo, cambio ágil de divisas y nuevas modalidades de ahorro. Una buena parte de los pioneros en este tipo de actividades han sido las Casas de Bolsa, que se constituyen actualmente en el factor dinámico de la innovación y la ingeniería financiera.

El éxito de las operaciones iniciales del mercado informal indujo a importantes empresas no financieras a constituir sus propias Casas de Bolsa, y también a que los bancos más importantes se introdujeran paulatinamente en el negocio bursátil. De hecho, buena parte de los títulos negociados en las bolsas de la región constituyen documentos de corto plazo, ligados al "mercado de dinero". La forma más común de los mismos en su versión comercial son los pagarés. A medida que las expectativas se han afianzado, las empresas también han colocado bonos en el mercado de capitales.

En los nuevos desarrollos del mercado de capitales, han tomado un importante papel los bonos, las hipotecas y otros instrumentos ligados al financiamiento de la vivienda.

La privatización de las principales empresas públicas de la región se vislumbra como el punto de partida para una fórmula que permita el desarrollo bursátil en Centroamérica: la reconversión productiva de empresas públicas financiadas mediante la emisión de acciones y un marco claro y definido de privatización con acceso a inversionistas internacionales.

III. PROYECTOS EN PRO DE LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

Con el propósito de avanzar en los objetivos de integración bursátil en Centroamérica se han propuesto tres grandes áreas de acción. Estas son: intercambio de experiencias para uniformar criterios de desarrollo de un mercado bursátil integrado; la definición de un marco regulatorio apropiado; y el desarrollo de instrumentos que otorguen un mayor dinamismo a estos mercados.

1. Intercambios y coordinación de actividades

Implantada por iniciativa de la Federación de Cámaras Privadas de América Central —FEDEPRICAP—, la BOLCEN ha venido desarrollando un programa de integración de bolsas de valores en Centroamérica. Especial énfasis se ha puesto en la discusión de los aspectos conceptuales y macroeconómicos, la experiencia de otros países y la potencialidad de los mercados financieros y bursátiles centroamericanos. En virtud de su papel clave en materia de integración en este campo, un tema especial ha sido el de los sistemas de pago para el comercio intrarregional.

Con estos objetivos, también se han elaborado a partir de enero de 1992 las siguientes actividades:

- i) un convenio de custodia de valores y monedas de acuerdo con la legislación de Panamá y un manual con las variantes posibles para la operación del sistema de Recibos de Depósito Centroamericano (RDC) (enero 1992);
- ii) un estudio sobre "Comparación de requisitos de inscripción de emisiones de valores en los mercados de valores centroamericanos" (febrero 1992); y
- iii) continuos contactos entre ejecutivos de bolsas y Casas de Bolsa de los diferentes países, con el objetivo de establecer corresponsalías que permitan el acceso de sus clientes a títulos del resto de países.

En materia de comunicación de Centroamérica hacia el resto del mundo, se han materializado dos esfuerzos importantes: i) creación de la Bolsa Electrónica de Costa Rica que cuenta con el soporte tecnológico y de comunicación de Bolsa Electrónica de Chile; y, ii) creación de la Bolsa Electrónica de Guatemala, siguiendo el modelo del *Alberta Stock Exchange*, de la ciudad de Alberta, Canadá.

Otros esfuerzos colaterales en materia de comunicación entre bolsas son los esfuerzos por homogeneizar los procesos de *software*. La Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica y la empresa *Global Electronic Transaction System —GETS—* han sido las más interesadas en tales proyectos. La Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica está promoviendo los sistemas INFORBOLSA Y MONED a nivel centroamericano. Teniendo en cuenta que la liberalización de los regímenes cambiarios es una realidad en Centroamérica, existen en la actualidad importantes avances en las negociaciones con las autoridades monetarias de todos los países centroamericanos, para el uso del sistema MONED en las transacciones con divisas.

2. Definición de un marco regulatorio

Costa Rica y Panamá son los países que poseen el cuerpo regulatorio más completo, con leyes y reglamentos específicos sobre el mercado de valores. Los demás países presentan deficiencias en este sentido, y registran escasa supervisión a nivel oficial. La nueva legislación de Costa Rica, aprobada en 1990, establece la Comisión Nacional de Valores al igual que en Panamá. En El Salvador, el Banco Central y la Junta Directiva de la única bolsa de valores existente se encargan de la regulación del sector. En Guatemala, existe un sistema de autorregulación de las bolsas de valores. Honduras cuenta con una Comisión de Valores al igual que Panamá y Costa Rica.

En todos los países se observan fallas de desarrollo institucional en la actividad bursátil y las transacciones de capital son aún muy incipientes (Lynn 1993). La asociación del mercado bursátil con instituciones financieras no reguladas no se basa en normas especializadas, lo que posibilita el surgimiento de potenciales conflictos. Estos suelen solucionarse por la vía del derecho mercantil y la ley sobre sociedades anónimas. Esta última necesita una revisión completa en los países centroamericanos con el objeto de otorgar una sólida base legal a las compañías con acciones de oferta pública.

3. Desarrollo de instrumentos

Aun cuando hoy no es posible ofrecer una variedad de títulos centroamericanos sin que medie el traslado físico de los mismos (desmaterialización), existen en la actualidad experiencias de colocación de bonos del sector público en dólares, adquiridos por inversionistas institucionales, empresas o inversionistas de terceros países. En esta situación se encuentran los títulos de la deuda externa costarricense, los Bonos de Estabilización BEST del Gobierno de Guatemala en 1988 y 1989, la reciente emisión de Certificados de Estabilización Monetaria en dólares del Banco de Reserva de El Salvador y la emisión de bonos en dólares a efectuarse por el Ministerio de Finanzas Públicas de Guatemala, en 1994. Estos títulos públicos iniciarían el despegue de las negociaciones intracentroamericanas, para luego pasar a la variada gama de instrumentos privados, que se encuentran en fase de desarrollo en las Casas de Bolsa. La característica común de estos instrumentos es que son denominados en dólares, eliminando así el riesgo cambiario.

No puede decirse lo mismo respecto al avance en materia de compensación monetaria por la compraventa de valores entre países, requiriéndose aun de la decisión relativa a la factibilidad de revivir la antigua Cámara de Compensación Centroamericana, o implantar fórmulas privadas de compensación.

A pesar de los limitados avances que se han registrado hasta la fecha, se avizoran perspectivas de desarrollo a través del rol que los mercados bursátiles podrían tener en la intermediación de fondos de pensiones y en el desarrollo de instrumentos públicos y privados.

a) *Captación e intermediación de fondos de la seguridad social*

La intermediación de fondos provenientes de las reservas y/o cuentas de capitalización de los sistemas de pensiones es una perspectiva que se analiza cada vez con mayores posibilidades en la región en general, y es una veta a explorar en Centroamérica. Hasta ahora, estas formas de inversión son incipientes, debido a diversas razones: i) todos los países centroamericanos mantienen regímenes públicos de seguridad social que

funcionan sobre la base del reparto, en vez de las nuevas tendencias de capitalización individual; ii) los fondos de seguridad social bajo administración estatal han estado sujetos a un régimen de inversión altamente regulado y centralizado y no han incentivado la innovación financiera en los directivos y ejecutivos que los administran; iii) aparte de los fondos de pensión tradicionales, vinculados a la actividad pública, es difícil conocer las características de otros sistemas de pensiones en lo tocante a cobertura, beneficios otorgados, financiamiento y administración, pues los mismos no tienen obligación legal de registro y control estadístico; iv) las propias Casas de Bolsa y las Aseguradoras se han constituido en agentes innovadores en este campo, creando en los últimos años sistemas de pensión para profesionales y trabajadores de clase media alta, basados en la capitalización individual, y vinculados incluso a seguros de vida (e.g. las Operadoras de Fondos de Pensión en Costa Rica (Morera, 1991); y las compañías de seguro y Casas de Bolsa en Guatemala (González del Valle, 1993)).

b) *Innovación financiera con documentos del sector público*

Las actividades del sector público han ayudado a desarrollar instrumentos financieros importantes y a dinamizar los mercados bursátiles. Entre éstos cabe mencionar: i) la emergencia de políticas monetarias activas, mediante operaciones de mercado abierto; ii) la emisión de documentos a tasas de interés de mercado, por parte del sector público, para cubrir sus déficit; iii) la colocación de valores del estado en los mercados internacionales; y iv) la emisión de bonos destinados a paliar el impacto de variaciones de precio de productos de exportación en los mercados internacionales (e.g. bonos del café en Guatemala, respaldados por la cosecha cafetalera de los próximos años, y con el aval del Estado).

También cabe mencionar otras iniciativas más audaces pero no por ello menos relevantes: i) la implantación de instrumentos mixtos con el sector privado, principalmente ligados a actividades de infraestructura, vivienda y desarrollo urbano (la llamada *securitization* del financiamiento de la vivienda mediante hipotecas aseguradas); ii) la constitución de fondos provistos inicialmente por el sector público, que incluyen la participación del capital privado, principal ejecutor de la construcción de vivienda (las Casas de Bolsa pueden negociar en Centroamérica valores respaldados por alguna agencia gubernamental, en apoyo a la construcción de vivienda de clase media); iii) la emisión de bonos municipales, como una respuesta a la búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento para las municipalidades.

c) *Innovación financiera con documentos del sector privado*

La actividad bursátil se ha basado hasta ahora principalmente en la negociación de pagarés, reportos² y títulos públicos ligados a operaciones de mercado abierto. A éstos se han sumado instrumentos privados que han llevado la inversión financiera y la inversión de bienes raíces y construcción.

Anteriormente, la inversión en activos financieros y no financieros (principalmente bienes raíces) constituían dos opciones separadas. Además, la opción para el financiamiento de proyectos de bienes raíces dependía de los bancos hipotecarios.

² Los reportos constituyen negociaciones de títulos valores, con pacto de recompra.

Actualmente, las Casas de Bolsa más importantes han captado una gran magnitud de fondos, a través de la emisión de pagarés y bonos, colocándolos luego en proyectos de bienes raíces, que generalmente forman parte del patrimonio de la misma entidad bursátil. Este fenómeno ha determinado el surgimiento de relaciones y estructuras corporativas más complejas que aquellas que se han observado en las empresas de tipo familiar, que aún predominan en Centroamérica. Ello facilitará la creación de sociedades anónimas de capital abierto y el cambio de actitud en favor de la capitalización empresarial, requiriéndose de nuevas formas de regulación prudencial para su participación en los mercados financieros.

IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. Cuatro características condicionan el desarrollo y la integración de las bolsas de valores en Centroamérica. Estas son: i) el carácter incipiente, público y centrado casi exclusivamente en el mercado del dinero de las actuales bolsas de valores; ii) la naturaleza cerrada y la ausencia de legislación moderna relativa a las sociedades empresariales de la región; iii) la favorable evolución de factores macroeconómicos; y iv) la base electrónica, en condiciones de competencia y autorregulación del actual desarrollo de los mercados financieros.

2. Para transformar estas características en potencialidades para la integración financiera, es necesario acometer varias tareas importantes. En el plano de los mercados bursátiles, es necesario facilitar la oferta de títulos que sean atractivos para inversionistas extranjeros y que promuevan la integración de las bolsas (*Nathan Associates*, 1993). Estas tareas se refieren principalmente a:

- i) establecimiento de requisitos de capital mínimo para los operadores de bolsa;
- ii) elaboración de manuales de cuentas de sistemas especializados en el registro de transacciones bursátiles (por ahora, se aplican los principios de contabilidad generalmente aceptados en las sociedades mercantiles);
- iii) al igual como lo hacen Panamá y Costa Rica, realización de inspecciones generales a las Casas de Bolsa, de acuerdo con procesos de información financiera y facultades de inspección más afines a los estándares internacionales;
- iv) especificación de las sanciones y su aplicación en forma menos discrecional (en todos los países son las propias bolsas de valores las que tienen facultades para sancionar siendo las autoridades supervisoras débiles en este sentido);
- v) implantación de sistemas para la transacción y asignación de títulos valores, dirigidos a proteger los intereses de los pequeños inversionistas;
- vi) legislación en torno a la promoción y regulación de fondos de inversión (si bien en Costa Rica la legislación los contempla de manera general, no existen reglamentos al respecto);
- vii) uniformidad de los procesos de información al público; y
- viii) homologación de los procesos de inscripción de títulos valores.

3. La regulación y supervisión de los mercados bursátiles es un "talón de Aquiles", requiriéndose de una legislación similar a la que ya se encuentra vigente en los sistemas bancarios de varios países de la región. Es importante redefinir los preceptos legales de los Códigos Comerciales y reformar una legislación mercantil que ha permitido la proliferación de instituciones financieras no reguladas, que compiten en forma desleal con el sistema financiero regulado.

4. A nivel macroeconómico, es preciso evitar el repunte de riesgos cambiarios e inflacionarios y acentuar la coordinación entre los Bancos Centrales. Con miras al control de estos riesgos, es importante avanzar en las regulaciones y normas sobre

instrumentos valuados en monedas distintas a la local incluyendo valores denominados en moneda dura e indizados.

5. Una tarea crucial para la integración bursátil es la garantía de libertad cambiaria y la constitución de una Cámara de Compensación.

6. Es importante lograr un consenso en torno a visiones más renovadas del papel de las sociedades anónimas abiertas en la región y las posibilidades de inversión que estas empresas ofrecen al público inversionista. Esta tarea requiere de transformaciones de orden cultural en a lo menos dos planos: el empresarial y el de manejo de información para la toma de decisiones. En el primero, se precisan incentivos para convertir las empresas cerradas en sociedades de capital abierto con acciones públicamente transables; en el segundo, se necesita el desarrollo de una cultura de información económico-financiera y la educación de la población en las alternativas de inversión financiera que ofrecen las bolsas de valores.

7. Los Presidentes centroamericanos y los gabinetes económicos deben persistir en políticas que den sustento a la integración. La estabilidad macroeconómica, el fortalecimiento democrático y las reformas económicas, asegurarán una mayor credibilidad a escala internacional. El impulso al desarrollo de actividades ligadas al turismo y los servicios subraya la importancia de la actividad financiera, en general, y bursátil en particular; con lo cual, la región podría constituirse en un importante foco de atracción de la inversión extranjera.

BIBLIOGRAFÍA

- Balsells, E. (1990), "El sistema monetario centroamericano: Lecciones a partir de la reciente experiencia europea", *Revista Banca Central* N° 6, Guatemala, septiembre.
- _____ (1992), "La supervisión financiera en Guatemala", en la *Regulación y supervisión financiera en América Latina*, vol. 2, Proyecto Políticas Financieras para el Desarrollo, CEPAL, Santiago, Chile.
- Banco Central de Reserva de El Salvador (1992), "Perspectiva de la bolsa de valores de El Salvador" citada por Sorto Rivas, Francisco: *Ajuste Estructural y Sistema Financiero en El Salvador*, CENITEC, marzo.
- Berezin, J. (1992), "Potencial de los recibos de depósito centroamericano (RDC)", en *Los Mercados de Capitales Un Nuevo Eje Para La Integración*, FEDEPRICAP, San José.
- _____ (1992a), "Integración regional de los mercados de valores centroamericanos" en *Los Mercados de Capitales Un Nuevo Eje Para La Integración*, FEDEPRICAP, San José.
- Bolsa Electrónica de Costa Rica, S.A., Informes varios.
- Bolsa Hondureña de Valores, S.A., Informes varios.
- Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica, S.A., Informes varios.
- Bolsa Nacional de Valores de Panamá, S.A., Informes varios.
- Bolsa de Valores Nacional de Guatemala, S.A., Informes varios.
- Camacho, A. (1993), "La integración y coordinación de políticas en Centroamérica: Desempeño macroeconómico y estado de convergencia", PRADIC, San José, mayo.
- CENITEC (1989), "El sistema financiero de El Salvador", San Salvador, mayo.
- _____ (1990), "Seminario: La privatización de la banca comercial", San Salvador.
- CEPAL (1992), "Ensayos sobre coordinación de políticas macroeconómicas: Inferencias para la integración latinoamericana", Santiago, Chile.
- _____ (1992), "Sistemas de pensiones en América Latina: Diagnóstico y alternativas de reforma", *Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo*, vol. 2, Santiago, Chile, 1992.
- Consejo Monetario Centroamericano (1992), "Informe de avance de las economías centroamericanas", *Documento CMCA/697/92*, Secretaría Ejecutiva, San José, octubre.
- _____ (1992a), *Boletín Estadístico*, San José.
- _____ (1992b), "Definiciones y pasos hacia la coordinación de la política cambiaria de los países centroamericanos", *Documento Especial 2-92*, San José.
- FEDEPRICAP (1991), "La participación de los trabajadores en el mercado de capitales", San José.
- _____ (1992), "Comparación de requisitos de inscripción de emisiones de valores en los mercados centroamericanos", San José, octubre.
- _____ (1992a), "Recibos de depósitos centroamericanos", San José, octubre.

- _____ (1992b), "Guía de algunas instituciones: Elementos relevantes de cada una", San José.
- _____ (1992c), "Los mercados de capitales: Un nuevo eje para la integración centroamericana", San José.
- _____ (1993), "La participación activa del sector privado centroamericano en la construcción de un nuevo esquema de integración económica", vol. 1, San José.
- FUSADES (1989), "Propuesta de modernización del mercado de capitales en El Salvador", San Salvador.
- GETS, S.A. (1993), "Presentación institucional, productos y servicios", Santiago, Chile, julio.
- González del Valle, J. (1992), "Estado actual, problemas financieros y perspectivas de los fondos de previsión social en Guatemala". *Sistema de Pensiones en América Latina*, vol. 2, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL, Santiago, Chile, marzo.
- Ground, R.L. (1993), "La integración financiera y monetaria del istmo centroamericano: Hacia un mercado único en servicios financieros", PRADIC, San José.
- Lachman R., Chocano, L. *et al.* (1992), "El sistema centroamericano de pagos", en *Medios de Pago, Captación de Divisas y Problemas Financieros en el Proceso de la Integración Económica de Panamá con Centroamérica*, Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresa— USAID, septiembre.
- Lizano, E. (1989), "Política económica: Reflexiones sobre el caso de Costa Rica", INCAE, San José, Costa Rica.
- López, J.R. (1993), "La transición hacia la unión de Centroamérica", PRADIC, San José, Costa Rica.
- Lowenthal, P. (1993), "Alcances de coordinación de políticas en Centroamérica: Desempeño macroeconómico y estado de convergencia", PRADIC, San José, Costa Rica.
- Méndez Amador, I. (1993), "La integración de los servicios bancarios en Centroamérica: Propuesta del nuevo marco regulatorio", PRADIC, San José.
- Mercado de Valores de El Salvador, S.A., Informes varios.
- Molina, P. (1993) "A new trading environment", en *Latin Finance The 1993 Guidebook to Investment Opportunities in Guatemala*, febrero.
- Morera, R. (1992), "El papel de los operadores de pensión en el desarrollo accionario de Costa Rica", en *La Participación de los Trabajadores en los Mercados de Capitales*, FEDEPRICAP, San José, Costa Rica.
- Navarro, L. (1992), "Comparación de requisitos de inscripción de emisores de valores en los mercados de valores centroamericanos", FEDEPRICAP, octubre.
- Nathan Associates, Inc. (1993), "Integración de los mercados de valores de los países de Centroamérica", Borrador de Informe presentado a ROCAP, Arlington, Virginia, octubre.
- Sánchez, M.L. (1991), "Orígenes y desarrollo de la bolsa de valores en Costa Rica", en *La Participación de los Trabajadores en los Mercados de Capitales*, FEDEPRICAP, San José, Costa Rica.
- SIECA "Anteproyecto de protocolo al tratado general de integración económica centroamericana", Guatemala, mayo.
- Sorto-Rivas, F. (1992), "Balance de la economía salvadoreña en 1992 y perspectivas para 1993", CENITEC, DIES, San Salvador.
- _____ (1992), "Ajuste estructural y el sistema financiero en El Salvador", CENITEC, DIES, San Salvador.

Anexo

EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES EN CENTROAMÉRICA

1. PANAMÁ

Los antecedentes iniciales del mercado bursátil, en Panamá, hay que encontrarlos de nuevo en lo que en este trabajo se ha denominado como el "lado público del sistema". En efecto, al igual que Costa Rica, Panamá cuenta con una Comisión Nacional de Valores, la cual fue creada previo a la conformación de la Bolsa de Valores. En este sentido, el Decreto de Gabinete N° 247 del 16 de julio de 1970 crea la Comisión Nacional de Valores (CNV), adscrita al Ministerio de Comercio e Industrias. Dicha comisión es la encargada de regular todo lo atinente al mercado de valores en Panamá.

Otros avances institucionales importantes, previos a la creación de la bolsa, se refieren a la Ley de Fideicomisos, que, de acuerdo al actual Gerente de la Bolsa de Valores de Panamá —BVP— coadyuva a la profesionalización de este tipo de servicios, regulando que únicamente acreditadas instituciones financieras o fiduciarias sean las encargadas de su administración.

Los primeros intentos en torno a la creación de una bolsa de valores en Panamá se dieron en 1989, cuando se constituyó una empresa incipiente de la actual Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (BVP). BVP inició operaciones el 26 de junio de 1990. Sus ejecutivos subrayan el hecho de que la misma es una empresa netamente panameña. Cuenta con un capital pagado de US\$ 1 millón, dividido en 10 mil acciones comunes con un valor nominal de US\$ 100 cada una.

La bolsa cuenta con 62 accionistas, ninguno de los cuales posee más del 2.5% de las acciones, con la excepción del Banco Nacional que posee el 5%.

Mediante iniciativa de BVP se logró, en 1991, la modificación de una serie de regulaciones fiscales, que afectaban la rentabilidad de los títulos negociados. La nueva Ley de Reforma Tributaria establece que los intereses pagados por títulos valores de deuda, que sean colocados y negociados a través de la bolsa, no causarán ningún impuesto sobre la renta. Ello añade otra ventaja importante para la atracción de inversionistas internacionales al mercado bursátil panameño.

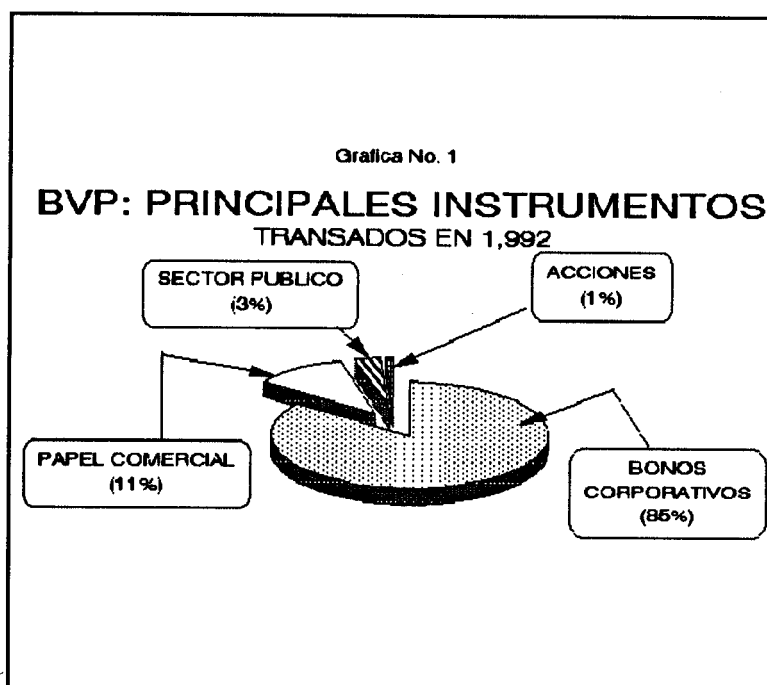
Los principales desarrollos de BVP se centran actualmente en la implementación de una central de y lo relativo a la compensación automatizada de valores; todo ello con el concurso de bancos importantes del centro bancario.

Otro de los proyectos se refiere a la internacionalización del mercado de valores panameño. Se tiene el objetivo de emitir y negociar títulos de deuda, acciones y derivados de empresas latinoamericanas. Finalmente, para 1994, se tiene contemplado acometer importantes proyectos en materia de corretaje electrónico.

En relación con Centroamérica, uno de los instrumentos que mayor interés ha despertado es el de los llamados Recibos de Depósito Centroamericano (RDC), el cual ha venido siendo impulsado por los ejecutivos de BVP y FEDEPRICAP. El RDC es similar a los *American Depository Receipts* (ADR).

En vista de que el funcionamiento de BVP es de reciente data, no es sino hasta 1992 cuando se observa un despegue importante en sus operaciones. En efecto, de acuerdo a los informes divulgados, el volumen de transacciones en dicho año ascendió a un monto de US\$ 102.8 millones, comparado con US\$ 30.6 millones negociados en 1991.

A diferencia de las otras bolsas más activas de Centroamérica, la de Panamá se caracteriza por transacciones de instrumentos privados. Los llamados Bonos Corporativos representaron en 1992 el 85% de las transacciones; seguidamente, el papel comercial significó el 11%, mientras que los instrumentos pertenecientes al sector público comprenden únicamente el 3% del total transado. Finalmente, las acciones llegaron a representar el 1%.



Fuente: Bolsa de Valores de Panamá.

BVP cuenta actualmente con una base de datos, con información de los emisores de los títulos que se negocian. Aparte de la información general de la unidad económica emisora, se adjunta información patrimonial y del balance general, presentando la evolución de la misma.

En relación con la información patrimonial se presentan los siguientes indicadores: acciones en circulación, valor libros/acción, utilidad neta por acción, dividendo por acción, precio mercado/acción (último), precio mercado/acción (alto), precio mercado/acción (bajo), precio/ganancias, volumen (unidades) y capitalización accionaria.

De acuerdo con las entrevistas realizadas BVP cuenta con el sistema de información más eficiente de Centroamérica, por lo que será función de los ejecutivos de las bolsas restantes retomar los adelantos observados.

2. COSTA RICA

2.1 Las dos bolsas costarricense: orígenes

Costa Rica cuenta actualmente con la Bolsa Nacional de Valores (BNV) y la Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica, S.A. Mientras que la primera es la más antigua de Centroamérica, la segunda fue abierta al público en fecha reciente y, como su nombre lo indica, cuenta con un proceso de registro automático de las transacciones, en base a una tecnología desarrollada en sistemas más complejos y de mayor tradición bursátil.

La Bolsa Nacional de Valores abrió sus puertas al público el 19 de agosto de 1976. BNV surge como parte de uno de los programas del *holding* público CODESA (creado en 1972), conducente a desarrollar el mercado de capitales en Costa Rica. Con ello, CODESA recogía una serie de inquietudes que en este sentido había venido impulsando el sector privado desde hacía varios años.

Posteriormente, CODESA traslada una parte importante de la propiedad del capital (60%) a inversionistas privados, emitiendo diversas regulaciones para evitar la concentración de la propiedad y de la toma de decisiones.

En fecha reciente (marzo de 1993), CODESA ha trasladado el remanente de las acciones de su propiedad (40%) al sector privado, culminando con éxito una operación de privatización, de gran trascendencia para el sector bursátil centroamericano.

En relación con la Bolsa Electrónica de Valores, la misma surge como una respuesta competitiva a la modernización observada en la economía, y en las operaciones bursátiles y las telecomunicaciones a nivel mundial, abriendo sus operaciones al público durante el primer semestre de 1993.

La Bolsa Electrónica es una empresa de capital totalmente privado, compuesta por 21 socios accionistas. Dichos socios son considerados como concesionarios, es decir, que son las mismas personas jurídicas que gozan del derecho de explotar una concesión de puesto de bolsa.

2.2 Bolsa Nacional de Valores —BNV—: funcionamiento, volúmenes y composición de los instrumentos transados

De acuerdo con M. Sánchez (1992), hasta 1991, se esquematizan tres fases en el funcionamiento de BNV. La primera empieza desde los orígenes hasta 1981; durante este período, hay un fuerte predominio de transacciones ligadas con el tipo de cambio. En el momento de mayor auge las transacciones con divisas representaban el 75% de las operaciones de la bolsa.

La segunda ocurre luego del retiro voluntario del negocio de las divisas, en virtud de diversas acusaciones de especulación, atribuidas a la bolsa, por parte de la opinión pública. Con ello, se empezó a ensayar otros negocios, predominando aquí la negociación de títulos privados. "La afluencia de empresas fue tan masiva que, en muy poco tiempo, se pasó de tres empresas a ochenta, que son las que están registradas en este momento" (Sánchez, *op. cit.* pág. 157).

Una tercera etapa se menciona, en donde cambia la composición de los títulos negociados, siendo ahora el Estado el principal demandante de dinero. En esta fase, predomina el llamado "Mercado de Dinero", que se caracteriza por títulos con una maduración menor a un año.

En base al trabajo de campo realizado, la presente consultoría estima el afianzamiento de una cuarta fase, en la que vuelve a retomarse la participación en las transacciones cambiarias y se produce una reconversión importante de los procesos de registro, implementándose novedosos sistemas de *software* y *hardware*, destinados a simplificar el corretaje y facilitar la comunicación entre la bolsa, los puestos de bolsa y los demandantes y oferentes de fondos prestables.

Aun cuando la nueva incursión en el negocio cambiario no ha llegado a representar las magnitudes de años anteriores (actualmente representa únicamente alrededor del 4% de las comisiones bursátiles), el *software* desarrollado (*MONED*) ha permitido no sólo afianzar el proceso de flexibilización cambiaria en Costa Rica, sino que se está convirtiendo en uno de los principales productos de *marketing* a nivel centroamericano, por parte de los ejecutivos de BNV.

Tanto el *MONED* como el *software* global, desarrollado para automatizar las transacciones de los mercados primario y secundario (INFORBOLSA), constituyen en estos momentos unas de las mejores cartas de presentación de BNV a nivel centroamericano. Sus ejecutivos han efectuado diversas propuestas comerciales para generalizar el uso de tal tecnología, a efecto de lograr la uniformación del proceso automático de las transacciones que, como se verá más adelante, es uno de los dolores de cabeza de los visionarios en materia de integración de los mercados bursátiles.

La tecnología propia comenzó a desarrollarse a partir de 1989. La automatización abarca los mercados primario, secundario y el de divisas, así como los sistemas de información. En relación con el mercado primario, el sistema permite a los puestos de bolsa registrar diariamente las necesidades de captación de los emisores, manteniendo información actualizada sobre: tasas de interés, alternativas de plazos, periodicidad en el pago de intereses y montos mínimos de captación.

Otro mecanismo, alternativo al sistema de mercado primario, es el de subasta de títulos valores. En relación con el mercado secundario, BNV cuenta con un sistema de remate por lotes. Según informes de BNV este sistema se desarrolló porque en el mercado costarricense los títulos valores son muy heterogéneos en sus características básicas, tales como monto, fecha de vencimiento, frecuencia de pagos de interés, etc. Dicho sistema permite que los agentes de bolsa realicen operaciones desde sus propias oficinas, sin necesidad de asistir al salón de remates.

El sistema de remate por lotes se basa en la presentación al agente de bolsa, de grupos de opciones, dentro de los cuales se escoge aquella alternativa que satisface las preferencias de los clientes. Con ello, las ofertas se pueden ir incluyendo durante el transcurso de la sesión.

BNV lleva a cabo actividades de compensación entre los puestos de bolsa; además, se ha establecido una Central de Valores —CEVAL—, que brinda los servicios de transferencia, compensación, liquidación y administración de los títulos valores, así como la emisión de cédulas prendarias y macrotítulos o certificados múltiples.

El perfeccionamiento del sistema —CEVAL— se ha hecho en base al soporte de la *Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières, S.A. —CEDEL—* con sede en Luxemburgo, y cuya especialidad es precisamente la de títulos valores y objetos preciosos. Cabe indicar que CEDEL son títulos valores de la deuda externa de Costa Rica.

En relación con los títulos negociados, los de carácter público son emitidos por el Banco Central de Costa Rica (BCCR), el Ministerio de Hacienda y las entidades autónomas. En relación con los títulos privados, destacan los certificados de inversión y pagarés. Se negocian también acciones comunes y preferentes, aun cuando su porcentaje dentro del total de transacciones es todavía sumamente bajo.

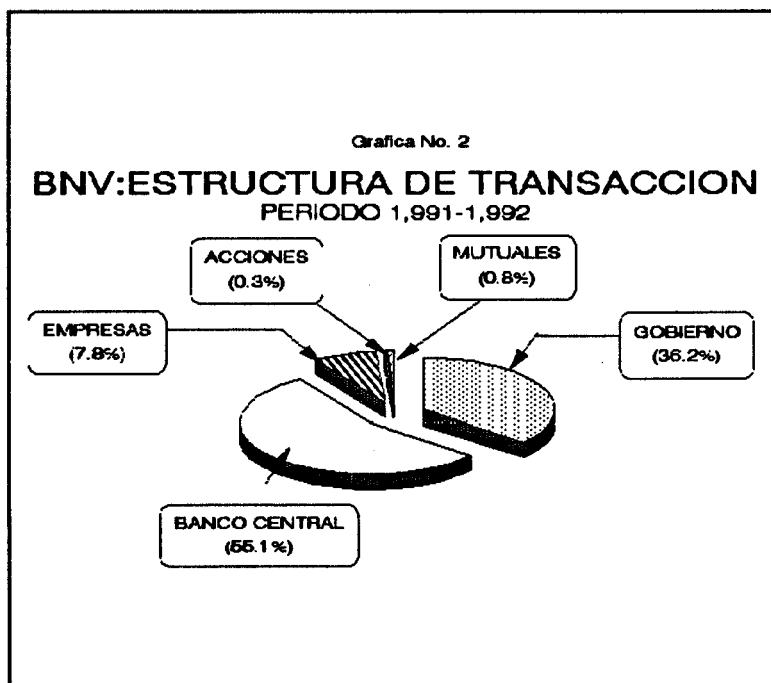
BNV ha sido exitosa en la negociación de otros productos bursátiles, tal es el caso de los títulos denominados en moneda extranjera pagaderos en colones, las operaciones de recompra y las cédulas prendarias.

En referencia a los títulos denominados en moneda extranjera, Panamá y Costa Rica se encuentran a la vanguardia de tales operaciones a nivel centroamericano.

En BNV dichas transacciones se desarrollan en forma exclusiva en el mercado secundario, con títulos valores denominados en monedas extranjeras, cuya liquidación en bolsa es realizada en colones. Este mecanismo ofrece a los inversionistas transformar sus activos financieros en monedas extranjeras a colones, o transformar su liquidez de éstos hacia activos financieros en monedas extranjeras.

En relación con las estadísticas básicas de negociación, se observan variaciones positivas en casi todos los años, en referencia con el volumen total de transacciones. En el período 1986-1987 se rebasó la cifra de los 100 mil millones, mientras que en 1988-1989 se rebasó el monto de 200 mil, para finalmente ubicarse en 1991-1992 en un monto transado de 689.9 miles de millones de colones.

Existe un predominio gradual de títulos con plazos cortos, y una creciente tendencia del sector público a ampliar su participación en el mercado primario. En efecto, mientras en 1988 la concentración de volumen a menos de 30 días alcanzaba el 52%, actualmente a ese mismo plazo la concentración es mayor al 70%, y únicamente un 5% de los títulos negociados corresponde a una maduración mayor a los 180 días.



Fuente: Bolsa Electrónica de Costa Rica.

En referencia a la estructura del volumen transado según sector institucional, la participación del sector privado se ha venido reduciendo notablemente, pues en el período 1984-1985 representó el 28.7% del total transado, mientras que en 1991-1992 fue de 8.6%.

En relación a los certificados de inversión, su mayor participación corresponde al período 1986-1987 con el 18.7% del total transado, mientras que la más baja corresponde a 1991-1992 con el 7.8%.

2.3 Bolsa Electrónica de Valores: las características de las bolsas emergentes

De acuerdo con sus ejecutivos y principales impulsores, la Bolsa Electrónica surge como una necesidad tendiente a la dinamización del mercado de capitales en Costa Rica, el cual ha venido perdiendo impulso, si se le mide por la participación de los títulos privados en el total de transacciones, y por la aún escasa relevancia del capital accionario.

La Bolsa Electrónica surge también como una respuesta competitiva a lo que se considera como un mercado de valores incipiente y colmado aun de imperfecciones. Una de tales imperfecciones, resaltada en los primeros informes de la Bolsa Electrónica, se refiere a los altos costos de intermediación bursátil, particularmente para títulos pertenecientes al mercado de dinero.

Según los primeros análisis de la Bolsa Electrónica, una inversión realizada a un año plazo y vendida un mes después tiene un costo de intermediación cercano al 24% anual. Ello en virtud de que "las comisiones actuales pesan sobre el plazo de tenencia de los títulos, y son calculadas con respecto al plazo de vencimiento de los mismos —es decir, a mayor plazo de vencimiento y menor plazo de tenencia, los costos de intermediación superan los ingresos" (Bolsa Electrónica, junio 1992).

Ello influye negativamente en la liquidez del mercado, favoreciendo así las preferencias por plazos cortos, inhibiendo por consiguiente las transacciones en el mercado secundario.

En aras de fortalecer dicha competitividad, la Bolsa Electrónica funciona en base a transacciones automatizadas. Las operaciones de dicha bolsa cuentan con el apoyo de la Bolsa Electrónica de Chile y de la empresa Telecomunicaciones Radiográficas Costarricense, S.A., la cual se encuentra involucrada con la comunicación vía satélite.

También se han contratado los servicios de la empresa chilena de telecomunicaciones SATEL, contando además con la proveeduría del *hardware* TANDEM, que de acuerdo con los ejecutivos de la Bolsa Electrónica, permitirá uniformarse con las tendencias que en este tipo de equipos son preferibles a nivel mundial.

Algunas de las principales líneas de funcionamiento de la Bolsa Electrónica son las siguientes:

- Liberación de las comisiones bursátiles en el mercado secundario, no participando la bolsa de ellas y dejando el producto en un 100% a disposición de los puestos de bolsa.
- Liberación de las comisiones bursátiles en el mercado primario.
- Por medio de la modalidad de concesionarios de bolsa, las operaciones de la misma se financian mediante el cobro de una tarifa fija con el objeto de cubrir los costos operativos.
- Preocupación por generalizar los sistemas de Remate y Subasta en las transacciones, adicionalmente al ya establecido sistema de Pregón.

El sistema de negociación de la Bolsa Electrónica funciona de la siguiente manera:

El público contacta a alguno de los Puestos de Bolsa, concesionarios del sistema. En el puesto de bolsa, las órdenes de los diferentes clientes son llevadas por los agentes y operadores al llamado Sistema Transaccional Electrónico (SITREL). Desde una estación de trabajo localizada en el propio puesto de bolsa, los operadores y agentes tienen acceso

al sistema electrónico. Con ello el corro o Rueda de Negociación se encuentra en la propia pantalla del monitor de los diferentes puestos de bolsa. Se ejecutan así operaciones a través del corro electrónico, la licitación y el remate.

El procesado de la información se efectúa en la Bolsa Electrónica de Chile, la cual se encuentra interconectada por medio de un moderno sistema de telecomunicaciones.

Por lo reciente de su entrada en funcionamiento, la información en torno a las operaciones de la Bolsa Electrónica es aún escasa, por lo que en este trabajo únicamente se presenta lo relativo a su esquema de trabajo y principales políticas.

3. HONDURAS

Una interesante característica de la economía hondureña reside en la existencia de dos polos urbanos de igual fuerza: Tegucigalpa y San Pedro Sula. En tal sentido, desde los primeros meses de creación de la Bolsa Hondureña de Valores, S.A. (BHV), la preocupación del mercado bursátil consistió en integrar ambas ciudades. Se ha procedido a la creación de un corro electrónico entre la oficina principal de San Pedro Sula y la oficina de Tegucigalpa.

BHV inició sus operaciones el 24 de septiembre de 1990. Luego de 15 meses de actividades, los informes de evaluación indicaban un crecimiento mayor a lo esperado: existían 26 empresas emisoras inscritas, y las transacciones diarias se cifraban en Lps. 100 millones.

Actualmente existen 45 empresas inscritas, y el 94% de las negociaciones realizadas en 1993 pertenecen a la empresa privada.

Otro de los éxitos de BHV reside en la incorporación del Banco Central de Honduras al esquema bursátil. En efecto, el 3 de marzo de 1993 se firmó un convenio para la administración, y negociación de títulos valores del Estado entre BHV y el Banco. Las transacciones pertenecen aún al Sistema de Rueda.

Primeramente, el Director de Corro revisa la boleta de contrato de operación para verificar que contenga las características generales de la operación. Luego, la misma se anota en el pizarrón para dejar transcurrir un minuto con el objeto de que otro corredor pueda ofrecer un precio de compra mayor, o un precio menor de venta. Si ningún otro corredor interviene en dicha transacción, se declara a viva voz como Operación Cerrada; posteriormente, la misma es liquidada en el Departamento de Contabilidad.

Para efectos de registro, control y liquidación de las operaciones la BHV tiene automatizado en un 100% dichos procesos.

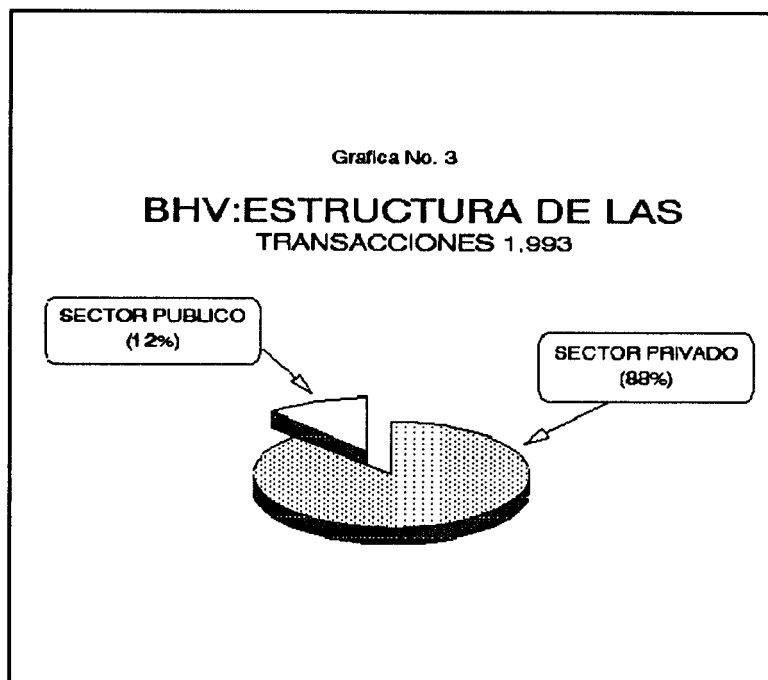
De acuerdo a declaraciones de autoridades y técnicos de BHV, actualmente se está en proceso de adquirir *software* para proceder a la mayor automatización del corro, y para integrarse con las demás bolsas de valores centroamericanas.

Aun cuando modesto, en términos de magnitudes centroamericanas, el crecimiento de BHV ha sido notable, sobre todo si se comparan los años 1991 y 1993. En dicho período, las transacciones de BHV han crecido un 205.5%, pasando de 55.3 a 169.5 millones de Lempiras. El crecimiento más significativo fue el alcanzado en el período 1991-1992, con un 172%, para estabilizarse en 1992-1993 en 12%.

Predominan dentro de las transacciones los valores privados, que en 1993 constituyeron el 88% del total transado. Sin embargo, a raíz del convenio firmado con el Banco Central de Honduras se espera un repunte en las transacciones públicas, tal y como ha sido observado en Guatemala y El Salvador.

Con respecto a los instrumentos financieros, predominan los pagarés, que en 1993 representaron el 63% del total transado. Seguidamente, se tiene a los reportos, con el 20%, y los títulos del Banco Central de Honduras, con el 12%. Cifras menos significativas corresponden a los bonos de caja, certificados de inversión y pagarés bursátil.

En síntesis se observa que BHV está siguiendo un patrón similar a sus contrapartes centroamericanas, principalmente la guatemalteca y salvadoreña. En vista de que los reportos comenzaron a negociarse hasta 1993, al igual que los títulos del Banco Central, se prevé en el corto plazo un repunte de las transacciones, basado en este tipo de documentos.



Fuente: Bolsa Hondureña de Valores.

4. EL SALVADOR

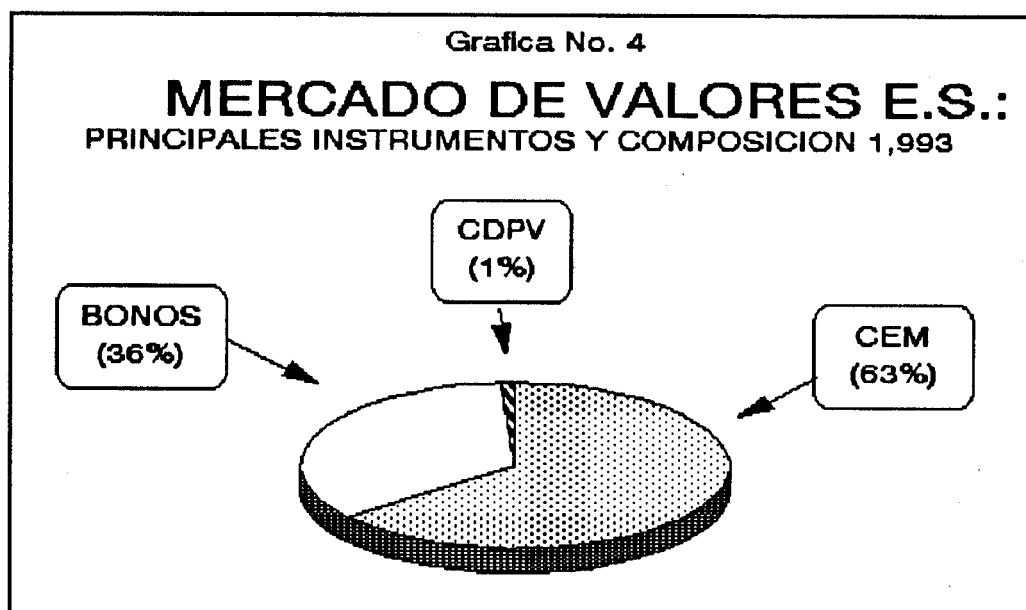
De acuerdo con análisis del Banco Central de Reserva (1991), los antecedentes de la actividad bursátil se remontan a 1965, cuando fue creada la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. Luego de nueve años de funcionamiento dicha empresa fue liquidada, "sin haber alcanzado en ese período un volumen importante de operaciones".

Entre los años 1976 y 1978 el Banco Central realizó una serie de iniciativas para abrir una dependencia que se dedicara a transacciones bursátiles. Según el experto Sorto Rivas (1992) esta iniciativa no contó con el respaldo de la Asamblea Legislativa y el anteproyecto de ley presentado no fue aprobado. Lo anterior representa un ejemplo más de las iniciativas desde el lado público del sistema, anteriormente mencionadas.

Al referirse a estos intentos frustrados, Sorto Rivas (1992) mantiene una opinión que se comparte en este estudio, al hacer referencia de las dificultades del desarrollo bursátil a nivel regional. El citado economista indica que la "poco desarrollada cultura corporativa de El Salvador" constituye una de las causas del bajo desempeño bursátil en la época descrita.

El 7 de septiembre de 1989 se constituyó de nuevo una sociedad ligada con las operaciones bursátiles, con el nombre de Mercado de Valores de El Salvador, S.A. contando con un capital social de 200 mil colones, aportado por 40 socios. En 1991 dicha empresa aumentó el número de socios a 1 540, y el capital social aumentó a 700 mil colones. Posteriormente, esta empresa tomó el nombre de Bolsa de Valores de El Salvador.

Al igual que en la mayoría de países, dicha bolsa opera sin una Ley del Mercado de Valores, predominando procedimientos de autorregulación. Un proyecto de Ley en tal sentido ha sido presentado a la Asamblea Legislativa por los propios grupos privados interesados, sin que ésta se haya pronunciado al respecto.



Fuente: Mercado de Valores de El Salvador.

La Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. es una de las más jóvenes del área. Inició sus operaciones el 27 de abril de 1992. En los ocho meses de operación en dicho año se negociaron 177.4 millones de colones; suma que según los principales ejecutivos, llegó a representar un 100% más de la meta trazada al inicio de actividades.

A partir de la entrada en vigencia de operaciones, se firmó un convenio con el Banco Central de Reserva de El Salvador para efectuar operaciones de mercado abierto a través de la bolsa, ofreciendo Certificados de Estabilización Monetaria (CEM).

La gráfica presentada muestra un resumen de los principales instrumentos negociados en la bolsa. Las siglas CDPV se refieren a los Certificados de Depósito a Plazo para

la Vivienda. Estos han constituido la primera oferta de títulos privados, por un monto de 150 millones de colones, emitidos por el Banco Cuscatlán, S.A.

Cabe agregar que tanto los CEM como los bonos corresponden a valores del Banco Central y del Ministerio de Hacienda. Estos últimos constituyeron, en parte, un instrumento de financiamiento para la compra de la empresa Compañías Eléctricas de Occidente, siendo estos valores los ofrecidos en la primera sesión de negociación.

Para 1993 se espera un repunte de estos dos instrumentos, dado que a finales de 1992 las autoridades económicas autorizaron la emisión de CEM y Bonos en dólares estadounidenses.

Durante el primer trimestre de 1993 la bolsa ha despegado con el mercado de títulos valores de renta fija. En enero se negociaron C.27.9 millones; en febrero C.149.1 millones y en marzo C.404.5 millones, siendo ello un total de 581.5 millones de colones. En total, al 31 de marzo se ha negociado a través de la bolsa, la cantidad de 779 millones de colones.

Otro tipo de operaciones de gran importancia está constituido por los reportos, que representan más del 50% de las transacciones realizadas actualmente, con alrededor de C.300 millones.

Los reportos constituyen negociaciones de títulos valores, con pacto de recompra, y se han constituido en uno de los instrumentos más importantes del mercado de dinero en El Salvador y Guatemala.

Las operaciones de reporto son efectuadas a través de la celebración de un contrato en el que el "reportado" entrega al "reportador" una cantidad de títulos valores, a cambio de un precio convenido más un premio o comisión, con el compromiso de que al vencimiento del contrato, el "reportador" le devuelva al "reportado", por el mismo precio convenido, una cantidad igual de títulos valores de la misma especie y características, aun cuando físicamente no sean los mismos.

El reporto se ha constituido en una de las operaciones bursátiles favoritas de los bancos del sistema, cuya sobreliquidez representaría un elevado costo de oportunidad, de no invertirse en valores como los provenientes de las operaciones de mercado abierto, que con frecuencia tienen una rentabilidad mayor, y un riesgo menor, al de los propios títulos privados.

La bolsa ha negociado también bonos de emergencia del café, emitidos en dólares estadounidenses, a siete años plazo, con vencimiento el 17 de marzo de 1999, que incluye dos años de gracia en los que se pagarán intereses de *Prime Rate* más 1.5%, y que se amortizarán a partir del trigésimo mes de la fecha de su emisión (17 de septiembre de 1992).

5. GUATEMALA

5.1 Bolsa de Valores Nacional S.A.

En Guatemala, el lado público del sistema no jugó un papel preponderante en cuanto al impulso de la actividad bursátil. Actualmente no existe una ley que regule específicamente esta actividad, así como tampoco una Comisión de Valores.

Dadas las características especiales de su sistema financiero, el caso guatemalteco denota un inusitado surgimiento de la actividad informal. Esta creció en virtud de que la banca tradicional consideró como de alto riesgo todas las variedades de crédito no tradicional o de consumo. Además la Ley de Bancos impone altos montos en concepto

de garantías, que protegen así a los bancos de una buena parte del riesgo moral, pero que obstaculizan el acceso al crédito.

Sin embargo, la primera bolsa guatemalteca es creada con estrecha relación a la actividad bancaria, constituyéndose en una empresa relacionada del consorcio bancario más grande del país: el Banco Industrial.

La primera bolsa guatemalteca es la Bolsa de Valores Nacional, S.A. (BN), que inicia operaciones en agosto de 1987. A partir de la emergencia de nuevas bolsas de valores, BN ha venido efectuando un esfuerzo similar al observado por su homóloga costarricense. En efecto, una buena parte de las preocupaciones de sus principales ejecutivos en los últimos años estriba en la automatización del corro electrónico.

En 1992 se amplió y equipó el corro, mejorando las comunicaciones con las 36 Casas de Bolsa, miembros de BN. El equipamiento consistió en instalación de terminales de computadora y teléfonos. Además se instalaron 3 tableros electrónicos en el corro de la bolsa, y se completó el diseño de los programas para el sistema computarizado del corro electrónico, que conecta en línea a todas las casas de bolsa.

Según visita efectuada a diferentes Casas de Bolsa este proceso todavía es incipiente, y la automatización aún no es completa.

En materia de custodia de valores, a partir de 1993 la bolsa inició el servicio de Caja de Valores, con el objetivo de brindar mayor seguridad a los títulos negociados.

Adicionalmente, BN ha estado a la vanguardia centroamericana en el desarrollo de actividades de negociación a futuro, principalmente en relación con el tipo de cambio. En agosto de 1992, empezó sus operaciones el Mercado de Futuros. Existen cuatro contratos para entrega: marzo, junio, septiembre y diciembre. El precio estándar para un contrato es de US\$ 5 mil, con un requerimiento de margen del 3%, el cual es revisado regularmente de acuerdo a la variabilidad de la tasa de cambio.

En materia de desarrollo de actividades de futuros, el Gerente de Desarrollo de BN ha indicado que actualmente se está elaborando un proyecto atinente a operaciones con tasas de interés.

En relación con el volumen transado, BN ha mostrado una dinámica significativa. En el primer año de transacciones se alcanzaron Q.54 millones, correspondiendo en su mayor parte a operaciones de bonos del gobierno, a través del mercado secundario.

En lo referente a la negociación de títulos privados, las autoridades de BN aducían que su despegue se encontraba en función de la eliminación de trabas fiscales, tales como la eliminación del impuesto del timbre aplicable a las transacciones. Dicho impuesto fue derogado en 1989 y a partir de dicha fecha se notó un crecimiento importante de títulos privados.

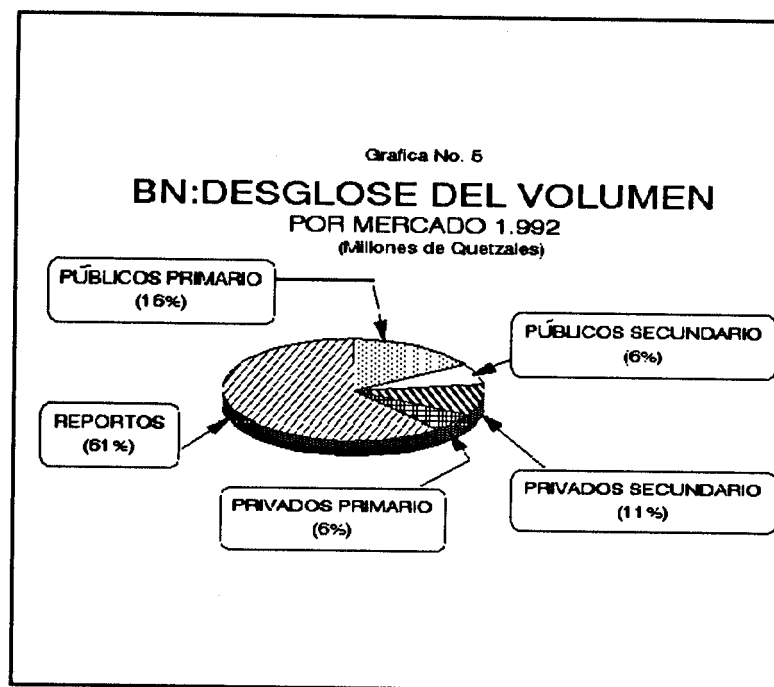
Para 1991 el total de transacciones en la bolsa fue de Q.6.4 miles de millones, mientras que en 1992 se alcanzó una cifra superior a los Q.12 miles de millones.

De acuerdo con sus ejecutivos, BN consiste en un club de corredores. A partir de la entrada de las nuevas bolsas, la pertenencia exclusiva a BN se ha tornado más exigente. Actualmente existen 36 firmas de corretaje o Casas de Bolsa, con más de 80 corredores profesionales autorizados para operar en el corro de la bolsa.

El título valor privado de mayor aceptación, y de uso generalizado por las casas de bolsa es el pagaré. En 1992 se autorizaron 52 emisiones, con un valor de Q.1 927 millones.

En relación con la colocación de los títulos, en 1992 se colocaron Q.692 millones en títulos privados en el mercado primario, mientras que en referencia con títulos públicos, el Banco de Guatemala colocó Q.1 755 millones en CENIVACUS (títulos utilizados para operaciones de mercado abierto), mientras que el Ministerio de Finanzas Públicas colocó CERTIBONOS por Q.186.2 millones.

Al igual que el caso salvadoreño, las operaciones con reportos representan un significativo porcentaje de las transacciones. En 1992 significó cerca del 60% del volumen negociado en la bolsa, con Q.7 384 millones.



Fuente: Bolsa Nacional de Valores de Guatemala S.A.

5.2 Bolsa de Valores Global

Las razones de su creación, los grupos que la impulsaron y las características de la tecnología utilizada son bastante similares entre la Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica y la Bolsa de Valores Global de Guatemala.

En efecto, esta última se constituye en una de las más modernas del área, contando con un corro automatizado desde un principio.

La Bolsa Global inició su funcionamiento en noviembre de 1992, contando con el apoyo tecnológico de *Alberta Stock Exchange*. Las autoridades de la Bolsa Global firmaron un Acuerdo para obtener la licencia del *software*, con la Bolsa de Alberta y la compañía *EFA Software*.

Resulta interesante, para efectos de evaluar las operaciones presentes y futuras de las bolsas centroamericanas, citar las diferentes consideraciones que de acuerdo con el Gerente de la Bolsa Global, Pedro Molina, fueron consideradas por el Consejo de Administración para tomar la decisión de asociarse al sistema de la Bolsa de Alberta:

- La Bolsa de Alberta es una de las bolsas líderes en Norteamérica en materia de transacciones de empresas emergentes y Junior. Además, mantiene un sistema de comunicación con la Bolsa de Toronto para empresas Senior.

- El *Software* señalado se caracteriza por transferir información con gran facilidad.
- El sistema de transacciones es tan sólo una pequeña parte de un sistema mayor de administración bursátil.
- El sistema ATES (*Automated Trade Execution System*) está desarrollado en un formato modular, en una IBM AS/400, en razón de proveer máxima flexibilidad en un mercado en crecimiento.
- La microcomputadora mencionada fue sugerida por EFA, en virtud de que tanto el *hardware* como el *software* está disponible en una variada gama de tamaños, y puede ser fácilmente adaptado para mayor poder de procesamiento y capacidad de memoria.
- La Bolsa de Alberta transportó, sin mayores dificultades su sistema, primeramente desde una IBM 36 hacia una IBM 38, y luego hacia una IBM AS/400. Las adaptaciones fueron menores.
- El uso de un sistema de acceso electrónico (*remote system*) provee independencia con respecto al piso, al entrar las órdenes en una computadora. Esta independencia coadyuva a la globalización, operando entre diversos países y uniendo los mercados de Centroamérica y el Caribe.

La Bolsa Global ha comenzado a operar en el mercado primario de valores públicos y privados, principalmente con CENIVACUS y CDP's (valores de la banca central), y con pagarés y reportos (títulos privados del mercado de dinero).

En relación con el mercado secundario, en el lado público se transan fundamentalmente Bonos de Estabilización 88 (del Ministerio de Finanzas Públicas) en quetzales y en dólares. En el lado privado se transan reportos.

La Bolsa Global ha venido observando una participación creciente en el volumen total de transacciones bursátiles. Según los últimos reportes del año 1993, durante el primer semestre, dicha bolsa ha transado alrededor de una tercera parte de los volúmenes de bolsa.

En lo referente a las negociaciones en el mercado primario, la citada bolsa participa con la quinta parte del total. Dicha participación ha subido de manera importante a partir del mes de marzo, en virtud de que en enero la misma era de solamente el 7%.