

PN, ABW-271

95378

Informe Final

Estrategia para el Desarrollo de un Mercado de Valores en Honduras

ENTREGADO A
A.I.D./Honduras

ENTREGADO POR
Nathan Associates Inc.
Consultores en Economía y Administración
Arlington, Virginia

BAJO
Contrato núm. AEP-5451-I-00-2058-00
Orden núm. 8

Septiembre de 1993

Indice

Prefacio	1
1. Objetivos	2
2. Bases para el Éxito de la Estrategia	3
3. Entidades Involucradas	4
4. Situación Actual del Mercado	5
5. Aspectos Positivos y Fortalezas	7
6. Debilidades y Puntos Críticos	8
7. Estrategia de Desarrollo	9
8. Fases, Cronograma y Acciones a Seguir	11
9. Mecanismos de Seguimiento y Control a la Estrategia	12
10. Conclusiones y Recomendaciones	13

Prefacio

El presente trabajo es el resultado de la observación directa, de entrevistas, análisis y lecturas sobre el desarrollo del mercado de valores en Honduras realizados durante un período de 48 días cubierto en tres viajes de estudio (junio–septiembre 1993).

Las opiniones aquí expresadas constituyen el pensamiento del consultor pero recogen las sugerencias y comentarios de los funcionarios entrevistados.

El autor agradece al Banco Central de Honduras y en particular al Departamento de Crédito y Valores por la colaboración recibida durante su ejecución.

Se entiende como mercado de valores todo el universo de compra y venta de títulos. Cubre por lo tanto al mercado monetario (corto plazo) y al mercado de capitales (mediano y largo plazo).

El mercado de valores como tal se puede canalizar parte por bolsa de valores y se denomina ese segmento "mercado bursátil".

1. Objetivos

Los objetivos del presente estudio son los siguientes.

- Dotar de recursos provenientes del ahorro privado, principalmente a mediano y largo plazo, al sistema económico productivo de Honduras, bien sea en forma directa a través de su participación en el mercado o por intermedio del sistema financiero; de tal manera que estos recursos se empleen en el desarrollo económico y en el bienestar del país.
- Permitir al estado la obtención de recursos con fin de complementar la financiación del gasto e inversión públicos, así como efectuar la regulación monetaria necesaria y suficiente para garantizar una moneda sana y estable sin necesidad de recurrir a medidas intespestivas que crean sobresaltos trayendo malestar económico y desestimulos tanto al sector financiero como al sector productivo.
- Ofrecer al ahorrante hondureño, pequeño, mediano o gran inversionista, la oportunidad de colocar sus excedentes de recursos en instrumentos de ahorro que ofrezcan incentivos de liquidez secundaria principalmente, seguridad de su inversión y rentabilidad real y atractiva que lo motiven y garanticen en esa forma el cumplimiento de los dos primeros objetivos de la estrategia.

2. Bases para el Éxito de la Estrategia

1. **Conocimiento** Implica entenderla.
2. **Aceptación** Hacer sugerencias, debatirla, obtener por consenso su aceptación
3. **Compromiso** Responder por ella.
 Hacerla suya.
 Luchar porque se cumpla a todo nivel:
 - Directorio
 - Presidencia
 - Gerencia
 - Funcionarios
4. **Acción** Emprender todas las actividades tendientes a lograr los objetivos.
5. **Difusión** Hacerla conocer de todos los estamentos y personas involucradas.

3. Entidades Involucradas

1. Banco Central de Honduras (BCH)
 - Departamento de Crédito y Valores
 - Superintendencia de Bancos y Seguros
2. Bolsas de Valores y Agentes de Bolsa
 - Bolsa Hondureña de Valores (BHV)
 - Bolsa Centroamericana de Valores (BCV)
 - Asociación de Agentes de Bolsa
3. Sector Financiero y Asegurador
 - Asociación Bancaria (AHIBA)
 - Cámara Hondureña de Aseguradoras
4. Consejo Hondureño de la Empresa Privada (COHEP)
5. Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP)
6. Institutos de previsión social y otros inversionistas institucionales

4. Situación Actual del Mercado

1. Operaciones del Banco Central y Hacienda a través de la subasta y colocación de bonos del estado.
 - Desarrollan operaciones de mercado abierto.
 - Buscan un mercado secundario para los bonos del estado.
2. Operan dos bolsas de valores: la BHV, que inició operaciones en septiembre de 1990, y la BCV, que iniciará pronto.
3. Se dispone de pocos títulos en el mercado. Actualmente sólo hay seis y las operaciones de reporto. Operaciones de reporto consisten en acuerdos de recompra garantizados con títulos valores, preferiblemente bonos del estado.
4. Existen nueve puestos de bolsa en operación en la BHV caracterizados por
 - Trabajar por comisiones.
 - No tomar posición propia.
 - Tener comisiones altas y fijas.
 - Insuficiente dedicación en algunas firmas por el tamaño del mercado.
5. Regulación sobre el mercado de valores fragmentada, obsoleta e incompleta.
 - No hay ley de mercado de valores.
 - Regulación por medio de la superintendencia bancaria sin mucho conocimiento y orientada a la auditoría.
 - Ley de bancos en vías de aprobación ayudará a mayor flujo de información, mayor regulación financiera y seguridad al inversionista.
6. El mercado bursátil es prácticamente primario, con muy pocas transacciones en el mercado secundario
 - Garantía de recompra en muchos casos.
7. Instrumentos actuales de negociación—títulos valores—presentan imperfecciones legales y administrativas.
 - Límites a la negociabilidad en algunos casos.
 - No existencia física de títulos en otros.
 - Dudas relativas a impuestos y timbres.

8. Pocos participantes en el mercado como inversionistas.
 - Inversionistas institucionales prácticamente concentrados en los institutos de previsión
 - Poca participación de personas naturales.
9. Escasa e insuficiente información al público sobre los emisores y las emisiones.
 - No hay prospectos de emisión de las empresas privadas.
 - No se publican avisos de ofertas públicas de títulos del sector privado en los diarios.
 - Existe poca exigencia a las empresas sobre publicación y difusión de sus estados financieros.
10. No existencia ni condiciones apropiadas para el desarrollo de instrumentos de financiamiento a largo plazo vía títulos valores.
 - Los bonos de caja están a muy largo plazo y requieren altos montos mínimos de inversión.
 - No existen incentivos a las entidades financieras para emitir instrumentos a mediano plazo atractivos ya sea sin encajes o por lo menos con encajes diferenciales.
11. Carencia de planes estratégicos actualizados por parte de las bolsas. Aunque la BHV tuvo un plan estratégico en su inicio, se encuentra en proceso de actualización del mismo. La BCV lo está apenas diseñando.
12. No existe un organismo público o privado que oriente, promueva y divulgue la política sobre mercado de valores en Honduras. Se realizan esfuerzos separados por diferentes entidades pero sin coordinación.

5. Aspectos Positivos y Fortalezas

1. Voluntad de cambio del gobierno y del BCH a nivel directivo y de sus funcionarios.
2. Avances significativos para el desarrollo del mercado.
 - Subastas y venta de bonos del estado por parte del BCH. Reformas al "reglamento para la negociación de títulos valores públicos en condiciones de mercado".
 - Emisión de "letras de tesorería" por BCH.
 - Contrato de administración con BHV para la negociación de bonos del estado.
 - Existencia de dos bolsas de valores. nueve puestos en la BHV y vendidos veinte para la nueva BCV.
3. Capacidad de ahorro y buena respuesta del inversionista hondureño a las nuevas opciones e instrumentos del mercado.
4. Confianza del inversionista en la bolsa, en los emisores privados y en el sistema financiero de Honduras.
5. Buena fe de los emisores y del sistema financiero lo cual ha hecho ganar esta confianza.
6. Mentalidad y actitud internacional de apertura de Honduras y su gente que se manifiesta a nivel centroamericano principalmente, pero también a nivel mundial. Integración de las bolsas y de los mercados factible a mediano plazo.
7. Crecimiento económico empresarial demandando nuevos recursos. Sector financiero también en constante crecimiento. Nuevas entidades financieras en el país.

6. Debilidades y Puntos Críticos

1. Falta de conocimiento en algunas de las entidades que deben estar comprometidas en el desarrollo del mercado. Esta falta de conocimiento también se extiende a los participantes en el mercado.
2. Por el poco volumen de operaciones y por consiguiente de comisiones se tuvo en un inicio, poco compromiso y dedicación de los agentes de bolsa.
3. Por situaciones coyunturales de corto plazo, tales como elevación de los encajes, y por la comodidad y falta de competencia en los instrumentos de captación actuales; el sistema financiero no ha estado lo suficientemente vinculado y motivado a participar en el desarrollo del mercado.
4. Dificultad del público inversionista para acceder a la información bursátil y de valores por costumbres arraigadas en el medio sobre impuestos, temor a la competencia, celos y otras causas que impiden su divulgación oportuna y completa.
5. Carencia de planes de desarrollo de las bolsas de valores y de orientación de las autoridades en materia de desarrollo de mercado de capitales.
6. Situación económica de Honduras en el pasado caracterizada por inestabilidad en materias monetaria y cambiaria. Políticas que impidieron el nacimiento anterior del mercado.

7. Estrategia de Desarrollo

La siguiente estrategia se basa en ocho elementos que se consideran básicos e imprescindibles para el desarrollo y sostenimiento de un mercado de valores en Honduras.

1. **Promoción de políticas macroeconómicas adecuadas.** Las políticas adoptadas por el alto gobierno deben conducir a generar un clima propicio para el desarrollo del mercado:
 - Estabilidad monetaria. Control a la inflación. Moneda sana.
 - Control al déficit fiscal.
 - Estabilidad cambiaria.
 - Independencia y autonomía del BCH para el manejo monetario. Situación financiera interna saneada y definida.
 - Superintendencia bancaria fortalecida con funcionarios conocedores del mercado y con autoridad.
 - Políticas de encaje y de inversión obligatoria coherentes con las políticas de mediano y largo plazo.
 - Rentabilidad real al ahorrante garantizada por libertad en las tasas de interés activas como pasivas.

2. **Desarrollo del ámbito regulatorio y de supervisión.** La legislación actual dispersa, incompleta y a veces confusa y contradictoria con los objetivos de desarrollo del mercado debe revisarse.
 - Ley del mercado de valores Hacerla.
 - Superintendencia bancaria Restructurarla en la parte pertinente a mercado de valores.
 - Reglamento de las bolsas Revisarlos.
 - Código de comercio Revisar aspectos relativos a valores.

3. **Vinculación del sector financiero al desarrollo del mercado de valores.**
 - Mecanismos e instrumentos de participación:
 - Mercado interbancario de dinero y de divisas.
 - Operaciones de reporto.
 - Aceptaciones bancarias.
 - Certificados de depósito negociables.
 - Bonos de ahorro y de caja negociables.
 - Puestos de bolsa operados por el sector financiero.
 - Capacitación de funcionarios en temas de mercados de valores, particularmente bursátiles.

4. **Creación de la unidad de mercado de valores.**
 - Rol de liderazgo.
 - Poder de decisión.

- Capacidad de acción.

5. *Verdadero funcionamiento de las operaciones de mercado abierto.*

- Disponibilidad de bonos por parte del Banco Central.
- Negociación de los certificados de custodia.
- Estandarización de los títulos a negociar.
- Definición del rol del BCH en el manejo de la liquidez de la economía.
- Utilización masiva del mecanismo vía bonos, certificados de absorción y letras de tesorería.
- Eliminación de trabas administrativas.

6. *Creación de un mercado secundario de valores.*

- Eliminación o limitación de la garantía de recompra de los títulos del estado.
- Eliminación de la garantía de recompra de los títulos emitidos por el sector financiero.
- Negociabilidad sin limitaciones de los títulos tanto del sector público como del sector privado en el mercado secundario.
- Emisión física—en ciertos casos—de los títulos valores.
- Emisiones masivas y seriadas de títulos valores con posibilidades de fraccionamiento y agrupación de títulos.
- Estructura de comisiones flexible para la negociación de los títulos de acuerdo a plazos de vencimiento y a liquidez de la economía.
- Facilidad legal de las transacciones en cuanto a endosos, impuestos y demás características que faciliten su traspaso.
- Negociación de títulos del Ministerio de Hacienda y de otras entidades gubernamentales.
- Negociación de títulos hipotecarios.

7. *Apoyo y reconocimiento por parte del gobierno, del sector financiero y del sector privado a las dos bolsas de valores y a sus agentes.*

- Cambio de imagen de percepción de las bolsas.
- Participación permanente de las bolsas en eventos públicos y privados como entidades respetables dentro del sector económico financiero.
- Profesionalización de los agentes de bolsa como intermediarios del mercado de valores.
- Las bolsas deben ganarse este reconocimiento con acciones tales como
 - Transparencia en las operaciones.
 - Difusión de la información sobre emisores.

8. *Creación de instrumentos de ahorro en moneda extranjera negociables en el mercado de valores y en especial en los mercados bursátiles.*

- Desarrollo de títulos valores denominados en moneda extranjera.
- Autorización a los ahorrantes e inversionistas nacionales para realizar transacciones en moneda extranjera.
- Creación de instrumentos de cobertura cambiaria.
- Integración con otros mercados centroamericanos e internacionales. Integración de las bolsas de valores con esos mercados.

8. Fases, Cronograma y Acciones a Seguir

FASES

De acuerdo al estudio realizado se concibe el desarrollo del mercado de valores hondureño en dos fases con una duración total estimada—si se cumplen las políticas y acciones aquí sugeridas—de tres años.

- Fase 1. Adopción de la estrategia para el desarrollo del mercado.
- Fase 2. Implementación de la estrategia de acuerdo a las acciones sugeridas.

Tan pronto se cumpla la Fase 1, lo cual implica la adopción de las "bases para el éxito de la estrategia" relacionadas en el Capítulo 2 de este informe; y las sugerencias que se hacen en la próxima sección sobre "mecanismos de seguimiento y control a la estrategia", se debe iniciar la Fase 2.

DURACIÓN

Se ha previsto un período de cuatro meses (septiembre–diciembre de 1993), para el cumplimiento de la primera fase. Se trata entonces de iniciar la Fase 2 o de acción en enero de 1994.

ACCIONES A SEGUIR

La Fase 2 se basa en que se inicien las siguientes acciones:

- Asistencia técnica al BCH para el perfeccionamiento de las operaciones de mercado abierto.
- Creación y desarrollo de instrumentos de financiamiento a mediano y largo plazo mediante la creación de títulos valores con esas características.
- Creación de instrumentos de ahorro en títulos valores negociables, denominados en moneda extranjera.
- Revisión de la legislación actual sobre mercado de valores y expedición de una ley sobre mercado de valores.
- Revisión y corrección de los aspectos administrativos de los títulos valores.
- Adopción por parte de las bolsas de valores de planes estratégicos de desarrollo para cada una de ellas.
- Capacitación permanente y continua a los agentes de bolsa, a los funcionarios de las bolsas y a los empleados del sector gubernamental vinculados al mercado de valores.

9. Mecanismo de Seguimiento y Control a la Estrategia

Se debe crear una unidad de mercado de valores con un comité de apoyo a la misma. El comité de apoyo estaría integrado por representantes del sector público y privado. El ideal sería que este comité y la unidad de mercado de valores estuvieran liderados por el sector privado.

Sin embargo, por lo incipiente del mercado y por el conocimiento, voluntad demostrada y recursos disponibles se sugiere que esta unidad y la Secretaria del Comité para el Desarrollo del Mercado de Valores estén en cabeza del departamento de crédito y valores del Banco Central de Honduras.

El comité de apoyo estaría integrado por nueve personas representantes de

- 2 de las bolsas de valores (uno de cada una)
- 2 del BCH (uno de Crédito y Valores y uno de la Superintendencia)
- 1 de la Asociación Bancaria (AHIBA)
- 1 de los institutos de previsión social y compañías aseguradoras
- 1 del Ministerio de Hacienda (MHCP)
- 1 de los agentes de bolsa
- 1 del Consejo Hondureño de la Empresa Privada (COHEP).

Las funciones de la Secretaria del Comité serían

- Convocatoria a las reuniones.(una al mes)
- Elaboración de actas
- Revisión y preparación de documentos
- Inventario sobre estudios, libros y documentos sobre el mercado de valores
- Verificación de los trabajos asignados en cuanto a políticas y pronunciamientos
- Vocería del comité.

10. Conclusiones y Recomendaciones

Las principales conclusiones del trabajo realizado son las siguientes:

1. Existe un mercado incipiente de valores en Honduras, el cual puede prácticamente decirse que empezó con el nacimiento de la BHV en septiembre de 1990. Posteriormente ha sido reforzado por las subastas de bonos públicos del BCH.
2. Honduras tiene un potencial de desarrollo del ahorro interno manifestado por el crecimiento observado en las captaciones del sistema bancario principalmente a través de los ahorros de libreta que se han prácticamente duplicado en tres años.
3. Los esfuerzos del sector privado en desarrollar el mercado de valores se traducen en la creación de dos bolsas de valores y en la cada vez mayor participación del sector empresarial emitiendo títulos a través de la bolsa.
4. El mercado interbancario de dinero se realiza de manera informal y apenas empieza a organizarse a través de las operaciones de repo.
5. Subsisten imperfecciones de carácter legal y administrativo que le restan agilidad al desarrollo del mercado secundario principalmente.
6. No existe una legislación uniforme y coherente que regule el mercado de valores y sus participantes.
7. Hace falta una entidad o unidad responsable de las políticas de desarrollo del mercado a nivel público o privado.

Finalmente, se presentan a continuación las recomendaciones más importantes derivadas de este análisis.

1. Adoptar la estrategia señalada en este estudio de acuerdo a las fases indicadas.
2. Iniciar las acciones correspondientes para el éxito de la estrategia presentadas en el Capítulo 8 de este informe.
3. Constituir cuanto antes la unidad de mercado de valores como dependencia del BCH inicialmente y el Comité de Apoyo a la misma con representantes de las entidades vinculadas al desarrollo del mercado.
4. Fortalecer la independencia del BCH como entidad responsable del manejo de la política monetaria y por consiguiente de la liquidez de la economía.

5. Creación y asignación por parte de la Superintendencia Bancaria de una división responsable del control a los participantes en el mercado de valores.
6. Apoyar por parte de las entidades del gobierno y del sector privado los esfuerzos que realicen las bolsas de valores tendientes a dinamizar el mercado.
7. Realizar las operaciones de mercado abierto como principal instrumento de las autoridades monetarias para ejecutar su política.
8. En síntesis, evitar las medidas de carácter económico que vayan en contravía de los esfuerzos realizados en dirección al fomento del mercado de valores.