

## MERCADO ACCIONARIO EN HONDURAS

Pedro Romero\*

DOI: 10.5377/eya.v10i2.9088

Recibido: 14/11/2019 Aceptado 20/12/2019

### RESUMEN

El desarrollo del mercado accionario puede llevarse a cabo por fases con la participación de inversionistas institucionales en las primeras etapas y el mercado accionario en la más avanzada. De igual forma, el mercado accionario debe tener ciertas características para ser eficiente, estas son profundidad, liquidez y acceso. Por otro lado, algunos determinantes del mercado accionario son legales, regulatorios, impositivos y macroeconómicos. De esta forma, el trabajo trata de abordar el por qué aún no se ha desarrollado el mercado accionario en Honduras y la problemática actual en el mercado bursátil.

Se concluye que en Honduras no existe un mercado accionario y el actual mercado bursátil es poco desarrollado, esto debido a un mercado bursátil dominado por títulos de deuda pública, inversores institucionales que son demandantes de los títulos públicos y un marco regulatorio prudencial, que prioriza el riesgo por sobre el desarrollo de mercados financieros. A pesar de la existencia de inversores institucionales, se encontró que estos han limitado la creación de un mercado accionario interno principalmente por una fuerte regulación sobre el que, como y cuanto invertir.

Palabras clave: mercado de valores, inversión, Honduras

JEL: G14, G28, G32, D43

---

\* Investigador independiente. Correo electrónico: pedronromero@outlook.com

## STOCK MARKET IN HONDURAS

Pedro Romero

DOI: 10.5377/eya.v10i2.9088

### ABSTRACT

The development of the stock market can be carried out in phases with the participation of institutional investors in the early stages and the stock market in the most advanced. Similarly, the stock market must have certain characteristics to be efficient, they are depth, liquidity and access. On the other hand, some determinants of the stock market are legal, regulatory, tax and macroeconomic. In this way, the work tries to address why the stock market in Honduras has not yet developed and the current problem in the stock market.

It is concluded that in Honduras there is no stock market and the current stock market is poorly developed, due to a stock market dominated by public debt securities, institutional investors who are demanding public securities and a prudential regulatory framework, which prioritizes the risk over the development of financial markets. Despite the existence of institutional investors, find that these have limited the creation of an internal market mainly by a strong regulation on which, how and how much to invest.

Keywords: stock market, investment, Honduras

JEL: G14, G28, G32, D43

## 1. INTRODUCCIÓN

Los primeros esfuerzos por la creación de un mercado accionario en Honduras se dieron a partir de 1976, sin embargo, es hasta 1990 que se concreta la creación de la primer Bolsa de Valores denominada Bolsa Hondureña de Valores (BHV), la cual surgió de la iniciativa del sector privado. Posteriormente se crea en 1993 la Bolsa Centroamericana de Valores (BCV), que logró impulsar el volumen transado en el mercado y hubo un incremento en los puestos de bolsas autorizados para ejercer de intermediarios. A finales del siglo XX se experimentó un fuerte desarrollo de la actividad bursátil en Honduras, en especial del sector privado, que tuvo una participación superior al 25% en el total de transacciones, sin embargo, esta se fue disminuyendo hasta casi desaparecer en 2003. A partir de dicho año el mercado bursátil en Honduras ha estado dominado por títulos gubernamentales de renta fija, características que son similares en la mayoría de los países latinoamericanos.

El desarrollo de mercados accionarios tiende a relacionarse, en la teoría económica, positivamente con el crecimiento y desarrollo económico, permitiendo canalizar de una mejor forma el ahorro a la inversión productiva, pues estos mercados ofrecen a las empresas, financiamiento de largo plazo y se adecuan de mejor forma a los perfiles de estas. También, los mercados de capital,

específicamente los mercados bursátiles, influyen en la adquisición y difusión de la información, en el control corporativo, en el manejo del riesgo y en la movilización de ahorro Levine (2000). Los determinantes de la estructura financiera de un país, según Levine & Demirgüt-Kunt (2001), se tienden a relacionar con aspectos legales, regulatorios, impositivos y macroeconómicos. Pero parece ser el enfoque legal e institucional de analizar los mercados financieros el que más terreno a ganado, donde el desarrollo financiero está definido mayormente por los códigos legales y la eficiencia en hacer cumplir las leyes.

Existen ciertos criterios para el buen funcionamiento de un mercado de valores, entre los que destacan las fases de inversores institucionales y de financiación especializada en las primeras etapas y el mercado accionario en las etapas más avanzadas. Por otro lado, la secuencia teórica para un mercado de capitales consolidado es, según Barboza (2007), la siguiente: (i) mercado monetario, con énfasis en el mercado interbancario; (ii) mercado de deuda pública; (iii) mercado accionario y de deuda corporativa; y (iv) mercados de derivados y de títulos en garantía de activos. En este sentido, es necesaria una transición secuencial de las fases mencionadas anteriormente

Así, el artículo tiene como objetivo presentar algunas razones del limitado desarrollo del mercado bursátil en Honduras y vislumbrar así posibles soluciones ante dicha problemática, basándose en la teoría económica y vinculándola a los hechos del país. El trabajo surge para responder el por qué no se ha desarrollado un mercado de acciones en Honduras y que vinculación tiene con la historia del mercado bursátil del país. Por esta razón, el presente trabajo se limita a estudiar las características teóricas del mercado de acciones, como crearlo y desarrollarlo teóricamente, para así hacer una comparación al caso de Honduras. De esta forma, este trabajo no trata de dar soluciones concretas a la problemática en cuestión, pero si abre la posibilidad a futuros estudios formales sobre el mercado bursátil en Honduras y dar una idea sobre posibles medidas de políticas microeconómicas que se podrían ejecutar en el país en esta materia. Así mismo, el trabajo no trata de hacer énfasis en las diferentes teorías económicas de los sistemas financieros, por el contrario, toma un enfoque más pragmático dado la inexistencia de evidencias sobre el mercado accionario en Honduras, en este sentido el trabajo es pionero y sienta las bases para discusiones teóricas y empíricas más robustas a futuro.

El artículo concluye que en Honduras no existe un mercado accionario y el actual

mercado bursátil es poco desarrollado, esto debido a un mercado bursátil dominado por títulos de deuda pública, inversores institucionales que son demandantes de los títulos públicos y un marco regulatorio prudencial, que prioriza el riesgo por sobre el desarrollo de mercados financieros. De esta forma el presente trabajo está dividido de la siguiente forma, en la sección II se expone las relaciones teóricas de los mercados accionarios; así como sus beneficios, en la sección III se muestran algunos criterios básicos para el establecimiento y desarrollo de los mercados accionarios, la metodología del presente trabajo es expuesta en la sección IV, en la sección V se muestran los resultados para el caso de Honduras y por último la sección VI presenta las conclusiones del presente trabajo.

## 2. MARCO TEORICO Y REFERENCIAL

### 2.1 Fundamentación y beneficios de mercados accionarios

El desarrollo de los mercados financieros, que canalicen de una mejor forma el ahorro a la inversión productiva, han sido ampliamente relacionados como uno de los factores determinantes del crecimiento económico, básicamente causados por incrementos en la prolongación del estado estacionario, a través de la acumulación de capital, e incrementos en la productividad. En lo que respecta específicamente al mercado accionario, se ha

demostrado que este mantiene una relación positiva con el crecimiento económico de largo plazo Atje & Jovanovic (1993). De igual forma, Levine, & Zervos (1998) consideran que “los mercados bursátiles líquidos podrían predecir positivamente el crecimiento, la acumulación de capital y las mejoras de productividad”. También se podría inferir que el desarrollo de estos mercados eleva el desarrollo económico de los países, Thorsten & Levine (2002) establecen que el desarrollo de los mercados accionarios estaría fuertemente correlacionado con altas tasas de crecimiento del PIB real per cápita. A pesar de ello no había consenso sobre la direccionalidad de esta relación. Sin embargo, Lanteri (2011) demuestra para el caso de Argentina, que los indicadores bursátiles causan en sentido positivo el crecimiento económico y no viceversa; también, que el desarrollo de los mercados financieros resulta una de las condiciones necesarias para alcanzar elevadas tasas de crecimiento económico. Sin embargo, en países donde este mercado aún no existe, o es incipiente, la relación iría claramente de la última a la primera, para la creación y desarrollo de mercados accionarios.

Bajo esta misma línea, los mercados de capital, específicamente los mercados bursátiles, influyen en la adquisición y difusión de la información, en el control corporativo, en el manejo del riesgo y en la

movilización de ahorro (Levine, 2000). En el primer caso, cuando los mercados se vuelven más grandes y líquidos, los participantes del mercado están incentivados por aprovecharse de mayores niveles de información, lo que a su vez mejora la asignación de recursos en la economía. Respecto al control corporativo, la primacía del beneficio del accionista puede influir e incentivar a los administradores, con mayores remuneraciones, a eficientar los procesos productivos. Así mismo, los mercados accionarios líquidos hacen la inversión de largo plazo más atractiva, a la vez que permiten vender acciones rápidamente y a bajo costo, permitiendo así la diversificación y reducción de riesgos financieros. Por último, estos mercados permiten la movilización de recursos pues incentivan el desarrollo de estándares de contabilidad efectivos, procedimientos de revelación de información y sistemas que reducen las barreras para la movilización del ahorro.

Los determinantes de la estructura financiera de un país, según Levine & Demirgüt-Kunt (2001), se tienden a relacionar, entre otros, con aspectos legales y regulatorios. En este sentido, los autores identifican, bajo un estudio de 150 países, que los bancos y los mercados de acciones son más amplios, activos y eficientes a medida que los países se vuelven más ricos, también Camacho (1999)

destaca el grado de apertura e integración a los mercados financieros como un factor fundamental para el desarrollo de estos. La posición teórica del desarrollo del sistema financiero se puede dar con estructuras financieras donde predominan los bancos o los mercados accionarios. Sin embargo, existen algunas críticas a ambos esquemas, por ejemplo, Levine (2000) muestra perspectivas, donde en los sistemas financieros que predomina el sistema bancario tienden a frenar la innovación empresarial y a afectar el manejo corporativo, si se compara a los mercados accionario; por el contrario, los sistemas basados en el mercado accionario no resultan eficientes en la adquisición de información respecto a los bancos y crean un problema de *free rider* en la información.

Por otro lado Thorsten & Levine (2002) demuestran una complementariedad entre estos dos mercados, a pesar de ello, el predominio de uno u otro no es tan relevante si se considera una tercera posición, así, Levine (2000) y Demirgüt-Kunt & Maksimovic (1998) añaden el enfoque legal, que a su vez está englobado en el enfoque institucional de analizar el mercado, donde demuestran que el desarrollo financiero está definido mayormente por los códigos legales y la eficiencia en hacer cumplir las leyes, de esta forma puede predominar un mercado o el otro, o que existan mutuamente, pero

mientras el país tenga un sistema legal deficiente, los efectos positivos de estos mercados no se vislumbrarán conforme a lo esperado; en este sentido, por lo justificado en párrafos anteriores, se debería buscar un sistema financiero donde el sistema bancario se complemente con el bursátil, ambos bajo un sistema legal fuerte, donde se respeten los derechos y deberes de los accionistas.

En este sentido, la regulación es necesaria, que es justificada teóricamente para asegurar la existencia y el funcionamiento de los mercados cuando no son capaces de producir resultados óptimos (Marín, Velasco, García-Verdugo, Escibano, & San Martín, 2010). Sin embargo, las instituciones financieras no deben regularse de igual forma que los demás sectores de la economía por dos razones. Primero, por la existencia de una gran variedad de riesgos, entre otros de liquidez e impagos, que conlleva dicha actividad y en segunda instancia, por fallos de mercados como ser información asimétrica con selección adversa o riesgo moral, externalidades; como la quiebra inducida y el riesgo contagio, poder de mercado y también por mercados incompletos o inexistentes (Troya-Martínez, 2006), es por estas razones que no solamente se debe regular a los participantes del sistema financiero, sino que se debe llevar a cabo de una forma particular que se adecue a las características del sistema financiero.

## 2.2 Mercados accionarios: criterios para su funcionamiento óptimo

Los mercados accionarios en Latinoamérica y Honduras se encuentran, en general, poco desarrollados o son inexistentes. Estos mercados ofrecen a las empresas, financiamiento de largo plazo por no tener vencimiento y se adecuan de mejor forma a los perfiles de financiamiento de las distintas empresas, logrando así, dar cuenta de la gran heterogeneidad estructural que caracteriza las estructuras productivas de las economías de la región, por lo que la oferta de inversores y una estabilidad macroeconómica son básicas para el desarrollo financiero. El mercado accionario puede desarrollarse por fases, específicamente en el criterio de confianza entre el inversionista y la empresa, en este sentido, alcanzar un mercado accionario óptimo no se da forma inmediata. Se ha propuesto que inicialmente el desarrollo de inversores institucionales, como ser fondos de inversión, fondos mutuos, fondos de pensiones, compañías de seguros, entre otros, es deseable (Vera & Titelman, 2013), pues por su estructura de pasivos, son demandantes naturales de activos de largo plazo líquidos y por lo tanto podrían contribuir a desarrollar los mercados tanto accionarios como de deuda corporativa de mediano y largo plazo. También es relevante la financiación especializada como el capital de riesgo o capital privado en las fases iniciales al financiamiento de capital, y

los mercados accionarios en la fase más avanzada del ciclo, siempre y cuando estos inversores institucionales estén volcados a la inversión en el mercado local.

La secuencia teórica para la construcción de mercado de capitales desarrollados es según Barboza (2007), “(i) mercado monetario, con énfasis en el mercado interbancario; (ii) mercado de deuda pública; (iii) mercado accionario y de deuda corporativa; y (iv) mercados de derivados y de títulos en garantía de activos”. Así se indica que es necesario que la consolidación se siga en ese orden, pues en el caso del mercado accionario, sin un mercado de deuda pública profundo y líquido, no puede avanzarse en el mercado accionario y de deuda corporativa, porque el mercado de deuda pública brinda precios y rendimientos de mercado bases (curva de rendimientos) que son fundamentales para los mercados accionarios y de deuda corporativa.

Existen ciertas características que un mercado de acciones, y los mercados de capitales en general, debe tener para un funcionamiento óptimo y eficiente. Estos son profundidad, liquidez y acceso (Vera & Titelman, 2013). La profundidad se refiere tamaño de mercado y se tiende a vincular con el tamaño de la economía porque indica la base de inversiones realizadas y gran parte de los costos del mercado, un mayor grado de liquidez se asocia con mercados que proveen

a los inversores mayores posibilidades de “salida” en forma ágil y poco costosa de sus títulos; en cuanto al acceso, un alto grado de concentración, entendido como la participación de pocas empresas, limita el crecimiento y desarrollo del mercado, segmentando los recursos y las posibilidades de inversión. Las características anteriores son algunas de la Hipótesis de Mercados Eficientes Burton (1992).

Además de los aspectos mencionados anteriormente, el funcionamiento del mercado de valores, según Agudelo (2015), está determinado por las instituciones y los medios en los cuales se emiten y transan los activos financieros, la cual concuerda con el enfoque institucional de analizar el mercado de acciones que postula que las instituciones son el ancla conceptual de los mercados de capital y la naturaleza de las instituciones que componen el mercado constituyen su esencia (Trujillo, 1995). Bajo este enfoque se contempla el sistema legal discutido anteriormente. Las normas financieras buscan contribuir a la estabilidad macroeconómica y hacer más eficiente la asignación de recursos a la producción y la formación de capital Tovar (2007). En este sentido, siguiendo la tipología utilizada por Held (1994) en cuanto a los tipos de regulación, cabe resaltar para propósitos de este artículo a ser, la regulación organizacional y prudencial. La primera,

tiene como objetivo la eficiencia operativa de las instituciones financieras y la eficiencia de los mercados financieros, en lo que respecta a las políticas, estas se enfocan en un desarrollo organizacional, donde se incentiva la introducción de nuevas instituciones e instrumentos financieros, como las acciones en el caso de Honduras. Este tipo de regulación, según el autor, debe promover la transparencia informativa acerca de la solvencia de los agentes participantes, evitar conflictos de interés y de información privilegiada y promover que las instituciones financieras se especialicen. La segunda, la regulación prudencial, tiene como objetivo la solvencia de las instituciones financieras y se centra en el tema del riesgo por sobre demás aspectos.

### 3. METODOLOGÍA Y FUENTE DE DATOS

Se debe aclarar dos conceptos críticos en el análisis del presente trabajo, el mercado accionario y el mercado bursátil. En este sentido, el primero; hace referencia solamente al mercado donde se transan acciones o participaciones de empresas privadas; el mercado bursátil, también denominado mercado de valores, se toma como un concepto más general o abstracto que puede incluir al mercado de acciones, pero también incluye el mercado de bonos y otros. Así, el análisis que se presentará a continuación se efectuará sobre el mercado

bursátil por que como se verá a continuación en Honduras no existe un mercado accionario. Las principales variables que se analizan en los resultados son, en primer lugar; la profundidad; liquidez y acceso del mercado bursátil, la cantidad de inversores institucionales en el país y sus activos financieros y por ultimo las cualidades del marco legal y regulatorio de Honduras.

Metodológicamente, este trabajo tiene un enfoque cuantitativo y un alcance descriptivo. Los datos son de fuentes secundarias, como bases de datos y trabajos previos sobre la materia en Honduras, dentro de las fuentes más representativas están las bases de datos del Consejo Monetario Centroamericano y la Comisión Nacional de Bancos y Seguros. El presente trabajo se limita a estudiar las características teóricas del mercado de acciones, como crearlo y desarrollarlo teóricamente, para así hacer una comparación al caso de Honduras. A través de estadísticas y aspectos fundamentales, el trabajo tratara de hacer una contrastación de lo expuesto en la teoría y como se encuentra Honduras respecto a esto, en lo que respecta al desarrollo, fases para creación y regulación del mercado accionario. El presente trabajo se limita a analizar la inexistencia del mercado accionario en Honduras, por lo que las conclusiones aquí expuestas no pretenden, de forma análoga, postular un cambio de

sistema financiero ni dar soluciones a la problemática.

#### 4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

##### 4.1 El caso de Honduras: Mercado accionario inexistente, mercado bursátil poco desarrollado

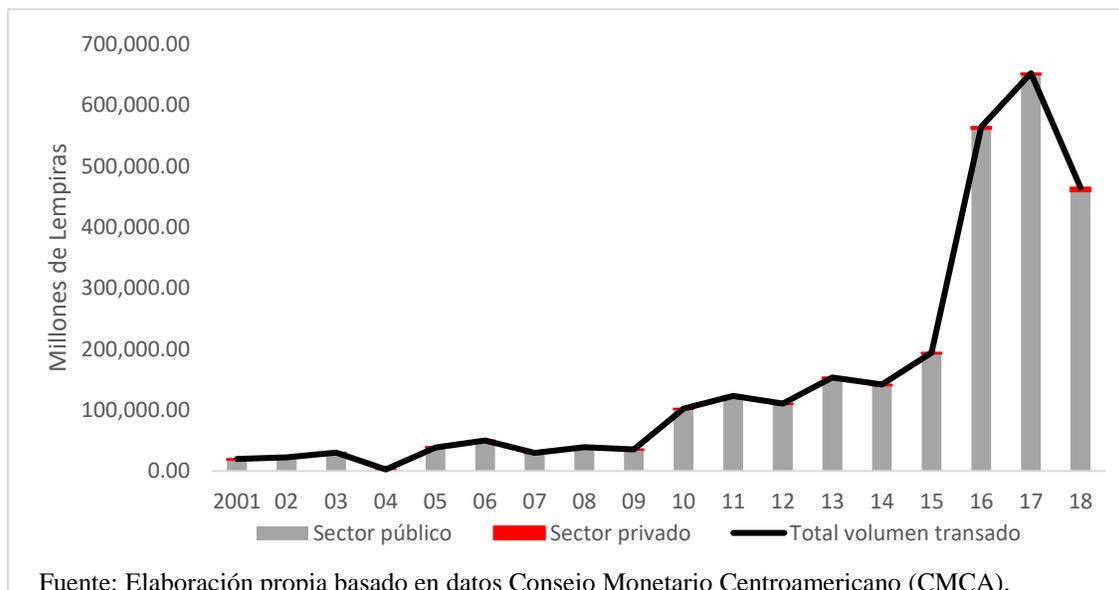
Los primeros esfuerzos por la creación de un mercado accionario en Honduras se dieron a partir de 1976, sin embargo, hasta 1990 se concreta la creación de la primer Bolsa de Valores denominada Bolsa Hondureña de Valores (BHV), la cual surgió de la iniciativa del sector privado. Posteriormente se crea en 1993 la Bolsa Centroamericana de Valores (BCV), la cual logro impulsar el volumen transado y hubo un incremento en los puestos de bolsas autorizados para ejercer de intermediarios. A finales del siglo pasado se experimentó un fuerte desarrollo de la actividad bursátil, en especial del sector privado, que tuvo participación arriba del 25% en el total de transacciones, sin embargo, esta se fue disminuyendo hasta casi desaparecer en 2003. La reducción en las transacciones fue causada, según Tábora (2007) “a un fraudulento e indebido manejo de las operaciones”, y a la falta de una regulación prudencial para este tipo de transacciones, por lo que no existían las

garantías adecuadas para los inversionistas<sup>1</sup>. Por esta razón y también por los efectos del Huracán Mitch en el sistema financiero, el mercado bursátil en Honduras se comienza a debilitar y a contraer, hasta que en 2004 se cierra la BHV, pues no cumplió con la capitalización exigida y otros requerimientos (CONAMIPYME, 2004), llevando a su vez al cierre de varias casas de bolsa.

La Figura 1, muestra el comportamiento del mercado bursátil en Honduras entre 2001 y 2018, en la cual se puede observar, que durante 2001 y 2009 el volumen transado en el mercado se mantuvo en niveles relativamente bajos, representando en promedio 16% del PIB, justo después de lo mencionado en el párrafo anterior; por otro

lado, en 2010 y 2016 se puede ver un repunte en las transacciones bursátiles, sin embargo, estas son influidas principalmente por bonos del sector público. El mercado bursátil en Honduras está dominado en su totalidad, desde su creación, por instrumentos de deuda o de renta fija; es decir, bonos, de los cuales el sector público es el emisor del 98.5% de ellos. También cabe resaltar que la liquidez del mercado es demasiado baja, pues el mercado primario representa el 99.5% de transacciones, a pesar de ello, a partir de 2013 se comienzan a transar títulos en el mercado secundario, pero ellos solo representan 1.4% del volumen total del mercado, sin embargo, la mayoría de las inversiones por parte del sistema financiero en títulos del gobierno, se mantienen hasta su vencimiento.

Figura 1. Volumen transado en el Mercado Bursátil de Honduras, 2001-2018



<sup>1</sup> Esto sucedió entre 1998 y 2000, donde no existía un marco legal sólido, es decir, una ley para el mercado de valores. Lo más próximo a esto fue el Acuerdo Ejecutivo 115-88, donde

el Banco Central de Honduras era el vigilante del mercado bursátil.

En este sentido, el mercado accionario en Honduras no existe, pues el mercado bursátil está dominado por bonos del sector público y no se transan acciones públicamente en el mercado local. Así, siguiendo la secuencia de Barboza (2007), Honduras se encuentra estancado, desde la creación de su mercado bursátil, en la segunda fase para la construcción de mercado de capitales, los mercados de deuda pública, considerando que apenas en el primer trimestre de 2019 se introdujeron mejoras para un mercado interbancario más activo y avanzado (la Mesa de Dinero), sin embargo, en este mercado solo dos o tres instituciones captan más del 90% de los recursos.

Se puede decir, basado en Vera & Titelman (2013), que el mercado bursátil en Honduras no es eficiente, pues este carece de profundidad, liquidez y acceso. En lo que respecta a profundidad, a pesar de que en 2016 y 2017 la profundidad del mercado fue superior al 100% del PIB, esta se debió básicamente a emisiones del sector público como consecuencia de política fiscal y monetaria. La liquidez del mercado bursátil hondureño es casi nula, dada la existencia incipiente de un mercado secundario que no representa más de 1.4% del total de volumen transado. Por último, el acceso del mercado está limitado básicamente a instrumentos de deuda del sector público, con una limitada participación del sector privado, del cual el

sector financiero es el poseedor de los bonos públicos.

Lo anterior está explicado, como se verá más adelante, por aspectos legales, sin embargo, hay otros factores más notorios como el diferencial de rendimientos de bonos públicos y privados, así como las comisiones cobradas, las cuales son menores para los bonos públicos que privados, también que los bonos gubernamentales sirven para cubrir exigencias de liquidez por parte de la autoridad monetaria, lo que incentiva la demanda de estos títulos valores por sobre otros. En este sentido, se podría inferir que el mercado bursátil en Honduras está poco desarrollado y el mercado accionario es inexistente, pues el objetivo del gobierno no es desarrollar el actual mercado bursátil, produciendo un efecto de *crowding out* sobre la participación del sector privado en el mercado, desde un punto de vista de la oferta de títulos valores.

#### 4.2 Fases para la estructuración del mercado accionario

La estructura del sistema financiero en Honduras, al igual que en toda la región latinoamericana, está dominada por el sector bancario, que otorga créditos a tasas de interés elevadas y a plazos cortos. Si llevamos a cabo un análisis estructural de las fases para llegar a un mercado accionario, siguiendo lo propuesto por Vera & Titelman (2013), en la

Tabla 1 se puede ver que Honduras tiene un buen desarrollo de inversores institucionales, los cuales por su estructura de pasivos son demandantes naturales de activos de largo plazo, donde existen 12 instituciones de seguros y 9 fondos de pensiones, resaltando que desde el año 2000 se ha visto un incremento de los fondos de pensión privados (en el 2000 solo habían 5 públicos).

Sin embargo, este panorama no ha variado mucho en los últimos 20 años, donde estructuralmente existían casi la misma cantidad de inversores institucionales, en este sentido, se puede ver que no ha habido un aporte al desarrollo de mercados accionarios por parte de estas instituciones, esto es explicado porque los activos que demandan esos inversores institucionales, de igual manera están concentrados, en el mercado nacional, a títulos del sector público o certificados de depósitos del sistema financiero. Este fenómeno sucede en todas las instituciones financieras demandantes de títulos valores, donde se destaca un portafolio de inversiones concentrado en Bonos del Gobierno y en Instrumentos de Política Monetaria del Banco Central de Honduras, donde la misma regulación incentiva la demanda de estos títulos, creando un círculo vicioso.

Por otro lado, en Honduras no existe ninguna institución de financiación especializada

como el capital de riesgo, fondos de inversión o fondos mutuos, que permitan el crecimiento necesario a las empresas con recursos de largo plazo y a costo relativamente bajo, si existen bancos de desarrollo, pero de igual forma, estos son relativamente más costosos y menos longevos que si las empresas salieran a cotizar en un mercado bursátil eficiente. A pesar de que los Fondos de Pensiones Privados han aumentado, son los Públicos los que tienen mayor dominio en el sistema financiero, Fondos que a su vez demandan títulos públicos. Este poco dinamismo de nuevos inversores es un reflejo de los bajos rendimientos que se obtienen por invertir mayormente en títulos valores nacionales, consecuencia de la limitada actividad bursátil de Honduras.

Tabla 1. Inversores Institucionales e Instituciones del Mercado Bursátil en Honduras

Institución	1999	2019
Instituciones de seguros	10	12
Fondos de pensiones	5	9
Públicos	5	5
Privados	0	4
Bolsa de valores	2	1
Casas de bolsa	34	7

Fuente: Elaboración propia basado en Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS).

Por otro lado, el sector bursátil se encuentra poco desarrollado desde un punto de vista institucional de Agudelo (2015) y Trujillo (1995), donde se puede observar un retroceso de instituciones de Bolsa de Valores y Casas de Bolsa, donde 20 años después de 1999 hay una Bolsa de Valores menos y 27 Casas de Bolsa menos. Así mismo, el número de empleados ahora es significativamente menor<sup>2</sup>, donde en la BCV solamente tienen 9 personas y los puestos de bolsa no superan las 40 personas. En este sentido, se puede ver que institucionalmente el mercado bursátil en Honduras no se ha recuperado desde el fraude suscitado hace alrededor de 20 años. Los resultados aquí expuestos concuerdan con lo postulado por Tábor (2007), donde observa que la estructura financiera del país es débil y el aporte del mercado de valores en Honduras es nulo y que este limitado desarrollo de la actividad bursátil no contribuye a la mejora de los costos del financiamiento, ni a la ampliación de su oferta, ni tampoco al incremento de los rendimientos que pueden obtener los ahorradores e inversionistas por sus ahorros, lo que limita la competencia en el sistema financiero. En este sentido, los inversores institucionales en Honduras no han logrado llevar a cabo un mercado bursátil eficiente y tampoco han incentivado la creación de un mercado accionario local, pues estos mayoritariamente demandan, incentivado

por la regulación, títulos de renta fija provenientes del sector público y certificados de depósitos de renta fija del sistema financiero, ambos con rentabilidades atractivas. La existencia de estos rendimientos (mayores al 8%) permite tomar una posición acomodaticia por parte de las instituciones que realizan inversiones en el país.

#### 4.3 Marco regulatorio

El marco legal y regulatorio en Honduras, en lo relativo al mercado de valores o bursátil, en términos generales es básico. Como puede verse en la Tabla 2, la primera creación de una normativa en este sentido fue el acuerdo ejecutivo 115-88, el cual fue básicamente un reglamento de Bolsa de Valores, donde se expone el objeto y aplicación de las bolsas de valores, la constitución y autorización de estas, su organización y administración, lo correspondiente a los puestos de bolsa y agentes corredores, a las operaciones bursátiles, a su liquidación, a la función y vigilancia y lo concerniente a las tarifas y comisiones, entre otros. Aunque este reglamento antecede a la creación del mercado bursátil. Luego se crea la Ley de Instituciones del Sistema Financiero en 1995, sin embargo, este hacía poca referencia a la actividad bursátil, por lo que fue necesario en 2001 la creación de una ley que fuera

---

<sup>2</sup> Véase Rodríguez & Camacho (1997)

exclusivamente para esta actividad, de esta forma se crea la Ley del Mercado de Valores. Esta ley es similar al Reglamento de 1988, pero es más profunda, e incluye la definición de nuevas instituciones, como ser los inversores institucionales, así también trata la supervisión y fiscalización, auditores, obligaciones y derechos de los accionistas, entre otros.<sup>3</sup>

Tabla 2. Normativa legal del mercado bursátil en Honduras

Año	Nombre	Tipología
1988	Reglamento de Bolsa de Valores	Acuerdo Ejecutivo 115-88
1995	Ley Instituciones del Sistema Financiero	Decreto 170-95
2001	Ley del Mercado de Valores	Decreto 8-2001

Fuente: Elaboración propia.

La norma vigente para el mercado bursátil actualmente es la Ley de Mercado de Valores. A pesar de que la ley considera las figuras de los inversores institucionales mencionados anteriormente, como ser fondos de inversión y fondos mutuos, no se ha logrado consolidar la creación de ninguno de ellos. La regulación del mercado, si bien en última instancia está regulada por la CNBS, es la BCV quien

<sup>3</sup> Además de la regulación presentada anteriormente, existen los reglamentos de inversiones de los fondos institucionales, bancos y otras instituciones

elabora los reglamentos que regulan dicha actividad, es decir, prácticamente se autorregulan. En términos generales la regulación del mercado bursátil en Honduras, siguiendo la tipología utilizada por Held (1994), son prudenciales, pues se enfocan en mantener la solvencia de las instituciones financieras, minimizando el riesgo. Según Falck & Ordóñez (2009) y Barboza (2010), el conjunto de elementos reguladores del sistema financiero nacional, están centrados en un tema eje: el riesgo, regulando fuertemente en que, como y cuanto invertir, también se rescata que el periodo más dinámico de expansión en cuanto a número de instituciones coincide con la fase en que las políticas promueven la liberalización y desregulación, lo cual permite deducir que el marco de políticas motivó al sector a ampliar su magnitud.

Sin embargo, la confianza en el mercado de valores hondureño ha quedado fuertemente afectada, por lo que la regulación prudencial es necesaria, pero debería considerarse lo expuesto por Held (1994), llevar a cabo una regulación organizacional que eficiente los mercados financieros, en especial el accionario, donde se faciliten nuevas instituciones e inversión en otros instrumentos financieros, pero a su vez

financieras. Los cuales limitan a través de márgenes e instrumentos para invertir, la inversión que realizan estas instituciones.

permita a los participantes recuperar la confianza, teniendo reglas claras, que se respeten los contratos, existan suficientes garantías y eficiencia en hacer cumplir las leyes, algo que Honduras aun no ha logrado. Lo anterior concuerda con el enfoque legal desarrollado por Demirgüt-Kunt & Maksimovic (1998) esto concuerda con lo presentado en el reporte Doing Business 2019, donde Honduras se encuentra cerca de las posiciones mas bajas en el mundo en indicadores de control, propiedad y transparencia corporativa, lo que es consistente con la falta de adquisición y difusión de la información y en el control corporativo del trabajo Levine (2000). Además de lo anterior, existen otros factores que determinan que las inversiones nacionales se realicen solamente en títulos del sector publico, por ejemplo, que sirven de colateral en prestamos o para cubrir exigencias de liquidez o el diferencial de rendimientos de los títulos públicos y privados, sin embargo, eso requiere de un trabajo aparte, pues este se escapa del posicionamiento teórico adoptado para explicar los factores del no desarrollo del mercado accionario en el país.

En resumen, en Honduras no existe un mercado accionario, este puede mejorar la

competitividad y el desarrollo de empresas de gran tamaño, a través de una reducción de los costos de financiamiento. En este sentido, Honduras debería comenzar resolviendo la problemática existente en cuanto a regulación, que permita desarrollar el mercado bursátil de deuda publica reduciendo el efecto de *crowding out* por parte del sector público, incentivando a los inversores institucionales a desarrollar un mercado financiero más sofisticado y por consiguiente mejorando la ineficiencia del actual mercado bursátil, para así alcanzar tasas de crecimiento más elevadas Lanteri (2011), también es necesario un cambio de mentalidad hacia las inversiones por parte de las instituciones financieras, donde puedan expandir las posibilidades a títulos de renta variable en mayor medida, para hacer colocaciones en títulos más sofisticados. Lo expuesto anteriormente no indica que se debe superponer el mercado accionario al bancario, como se explicó en la segunda parte de este trabajo, estas se deberían complementar Thorsten & Levine (2002), bajo esta línea la Tabla 3 presenta algunas posibles áreas para mejorar el actual mercado bursátil en aras de buscar la creación de un mercado accionario en Honduras, en base a los conceptos discutidos en el presente trabajo.

Tabla 3. Sugerencias para el desarrollo del mercado accionario hondureño

Áreas de mejora	Objetivo
Regulación	Este es la medida principal que derivará en el cumplimiento de todas las demás. Aquí se recomienda aminorar la regulación prudencial y complementarla con una fuerte regulación organizacional, con el objetivo de incentivar la competencia y la participación en instrumentos financieros del sector privado y mercados financieros, como el accionario, junto a mayores facilidades para permitir la inversión en valores extranjeros. Permitiendo a las instituciones financieras mayor libertad para los instrumentos en los cuales invertir.
Instrumentos financieros	Incrementar la participación de los bonos privados en el mercado bursátil para que se vuelva más atractivo invertir, incrementando el acceso y la liquidez de este. Facilitando la operación en títulos valores de renta variable nacionales o internacionales. Y eliminando incentivos a la demanda de títulos públicos.
Inversiones realizadas por inversores institucionales	Incentivar la compra de activos financieros del sector privado (bonos), y facilitar el acceso a títulos de renta fija y variable extranjeros para que estas instituciones logren desarrollar progresivamente el mercado de acciones en el país, a través de la experiencia en estos títulos.

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, ante la demostración teórica y empírica entre el tamaño de las economías y el tamaño del mercado bursátil, los países centroamericanos son pequeños, por lo que los mercados accionarios en estos países<sup>4</sup> no alcanzan las economías de escala necesarias pues el mercado no es lo suficientemente profundo para satisfacer el mercado (Barboza, 2011). En este sentido, se ha propugnado por parte del CMCA la

integración de los mercados bursátiles, y financieros en general, de los países de la región centroamericana (Barboza, 2013). Así, Honduras mediante la Alianza de Mercados de Centroamérica podría desarrollar su incipiente mercado bursátil, a la vez que se desarrolla el mercado accionario con mayores economías de escala y se les permita a las empresas financiarse a través de emisión de acciones.

<sup>4</sup> Costa Rica, Panamá y El Salvador

## 5. CONCLUSIONES

En Honduras no existe un mercado accionario y el actual mercado bursátil es poco desarrollado. Esto se debe a que el mercado de capitales de Honduras está estancado en mercados de deuda o bonos del sector público, explicado por un mercado bursátil ineficiente en cuanto a la liquidez, profundidad y acceso, pues existe un efecto de *crowding out* por parte de la actividad del sector público al sector privado en el mercado, limitando así la capacidad de que los inversores institucionales potencien la creación de un mercado accionario, sin embargo, en los últimos años ha habido algunas mejoras que podrían potenciar el actual mercado bursátil.

A su vez, los resultados concuerdan con el enfoque institucional y legal de analizar el mercado, donde el desarrollo del mercado accionario es influido por las instituciones y los medios en los cuales se emiten y transan los activos financieros y dado que aún existen reminiscencias de fraudes históricos en el mercado de valores y el marco legal y regulatorio del sistema financiero en Honduras, básicamente prudencial, no ha logrado demostrar ser lo suficientemente ágil para retomar la confianza y liberalizar los márgenes e instrumentos de inversión de las instituciones financieras, por lo que es necesario mejorar la institucionalidad legal y hacer eficiente el marco regulatorio

prudencial, que sea más pragmático e incentive el desarrollo del mercado accionario, mediante medidas de regulación organizacional.

La inexistencia de un mercado accionario en Honduras, que permita reducir los costos de financiamiento de las empresas, limita alcanzar tasas de crecimiento más elevadas, dado que este permite adecuarse de mejor forma a las necesidades de financiamiento que el sector bancario, que provee recursos con alto costos y a tiempos cortos, por lo que es imperativo la creación de un mercado accionario que se complemente al resto del sistema financiero del país. Por último, Honduras podría aprovechar la Alianza de Mercados de Centroamérica para desarrollar su incipiente mercado bursátil y así incentivar el desarrollo local de un mercado accionario.

El presente artículo, dado que es el primero en abordar la posibilidad de un mercado accionario en Honduras de forma integral, permite abrir futuras líneas de investigación sobre análisis más puntuales sobre recomendaciones teóricas y empíricas para desarrollar un mercado accionario local, dando sustentación a la toma de decisiones de los inversores e instituciones vinculantes del actual y futuro mercado bursátil del país. En este sentido, el sector financiero es un actor clave para potenciar el crecimiento económico, pero este depende de acciones

transversales por parte del gobierno y también iniciativas del sector financiero. El autor vislumbra como una primera aproximación a lograr el desarrollo de un mercado accionario, expandir los actuales márgenes y calificaciones de las inversiones a realizar por los inversores institucionales en moneda extranjera, y que a través de la experiencia y rentabilidad obtenida puedan incentivar la creación de un mercado de acciones interno. Sin embargo, esto va más allá del presente trabajo.

## 6. REFERENCIAS

- Agudelo, D. (2015). Inversiones en renta variable: Fundamentos y aplicaciones al mercado accionario colombiano. Universidad EAFIT.
- Atje, R., & Jovanovic, B. (1993). Stock markets and development. *European Economic Review*, 37, 632-640.
- Barboza, J. (2007). Mercado de capitales y deuda pública en la región. *Notas Económicas Regionales*(1).
- Barboza, J. (2010). Regulación y supervisión financiera en el contexto internacional Centroamericano. *Notas Económicas Regionales*(35).
- Barboza, J. (2011). Hacia un convenio Centroamericano de integración financiera. *Notas Económicas Regionales*(2011).
- Barboza, J. (2013). Oportunidad para la integración bursátil centroamericana. *Notas Económicas Regionales*(66).
- Burton, M. (1992). *Efficient Market Hypothesis*. London: New Palgrave Dictionary of Money and Finance.
- Camacho, A. (1999). Sobre la eficiencia y competitividad de los sistemas financieros en Centroamérica. Working Paper.
- CONAMIPYME. (2004). Diagnóstico del sistema financiero nacional que atiende al sector de las MIPYME urbanas y rurales. Tegucigalpa.
- Demirgüt-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). Law, finance and firm growth. *The Journal of Finance*, 53(6), 2107-2137.
- Falck, M., & Ordóñez, B. (2009). Microfinanzas en Honduras: realidad y retos para la definición de políticas. *CEPAL - Serie Financiamiento del desarrollo*(215), 1-77.
- Held, G. (1994). ¿Liberalización o desarrollo financiero? *CEPAL*(54), 27-45.
- Lanteri, L. (2011). Desarrollo del mercado accionario y crecimiento económico: Alguna evidencia para la Argentina. *Ensayos de Economía*(38), 117-145.
- Levine, R. (2000). ¿Son mejores los sistemas financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil? *Economía Chilena*, 3(1), 25-55.

Levine, R., & Demirgüt-Kunt, A. (2001). Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. En R. Levine, & A. Demirgüt-Kunt, *Financial structure and economic growth : a cross-country comparison of banks, markets, and development* (págs. 81-140). Londres: MIT Press.

Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks and Economic Growth. *American Economic Review*, 88, 537-558.

Marín, J., Velasco, C., García-Verdugo, J., Escribano, G., & San Martín, E. (2010). Políticas microeconómicas I. En J. Cuadrado, *Política económica, elaboración, objetivos e instrumentos* (Cuarta ed., págs. 407-438). Madrid.

Rodríguez, A., & Camacho, A. (1997). Evaluación preliminar de los mercados de valores en Centroamérica y Panamá. Centro Latinoamericano para la Competitividad y el Desarrollo Sostenible-INCAE.

Tábora, M. R. (2007). Competencia y regulación en la banca: el caso de Honduras. *CEPAL*(71), 1-78.

Thorsten, B., & Levine, R. (2002). Stock Markets, Banks and Growth: panel Evidence. *NBER Working Paper*(9082), 1-23.

Tovar, É. (2007). Desarrollo institucional y desarrollo financiero. *Problemas del desarrollo*, 38(150), 11-41.

Troya-Martínez, M. (2006). La política de competencia en el sector financiero de América Latina. Working paper, 1-50.

Trujillo, J. P. (1995). El mercado de capitales: un enfoque tradicional. Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Vera, C., & Titelman, D. (2013). El sistema financiero en América Latina y el Caribe. *CEPAL*, 1-40.