



OPORTUNIDAD PARA LA INTEGRACIÓN BURSÁTIL CENTROAMERICANA

Jorge Barboza¹

INTRODUCCIÓN

1. El interés por la integración de los mercados de valores de los países centroamericanos y el desarrollo de un mercado regional de capitales, es una aspiración congruente con los esfuerzos de integración económica regional y una necesidad imperiosa ante el reducido tamaño individual de las economías centroamericanas. En general, existe bastante consenso en que este es un paso importante para mejorar la eficiencia en la asignación de recursos, reducir los costos del financiamiento y recomponer la estructura de financiamiento de las empresas, a favor del aumento del capital y en detrimento del endeudamiento.
2. La integración bursátil regional es una opción interesante para ganar eficiencia mediante economías de escala y generar una alternativa competitiva de financiamiento para las empresas, mediante la emisión de valores en un mercado ampliado, que también beneficiaría a los inversionistas e intermediarios bursátiles, y en general, al desarrollo financiero de la región. No obstante, todos los intentos por integrar los mercados de valores en general, y los bursátiles en particular, no han logrado concretarse, tal vez porque no se ha propuesto como meta concreta la unión de los mercados en uno solo, y sigue prevaleciendo su división.
3. El vigoroso desarrollo que están teniendo en algunos países los fondos de pensiones privados y los fondos de inversión, denotan posibilidades muy favorables para la conformación y canalización de importantes fondos institucionales hacia la capitalización de empresas. También la mayor utilización de instrumentos como la “Titularización” para llevar a cabo diversas obras de infraestructura, podrían ayudar a profundizar los mercados bursátiles. Por supuesto que nada de esto sustituye la necesidad de ampliar el mercado mediante su integración regional.
4. Esta nota revisa algunos antecedentes sobre el tema y señala los principales detalles de los proyectos complementarios, la “Alianza de Mercados de Centroamérica (AMERCA)” y la “Estrategia Regional de Regulación y Supervisión del Mercado Bursátil Centroamericano”, financiados mediante cooperación técnica del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

¹/ Economista de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA). Las ideas expuestas en estas notas sólo reflejan la opinión personal del autor y en nada comprometen a la SECMCA.



ALGUNOS ANTECEDENTES

5. El primer esfuerzo importante en este campo se inició en 1963 y concluyó en 1967 con dos informes: el primero de la **“Comisión Ad-hoc”** que se conformó para el estudio de la organización de un Mercado de Valores en Centroamérica; y el segundo con el llamado **“Informe Bernstein”**, elaborado por un grupo de expertos dirigido por Edward M. Bernstein, de la firma E.H.B. (Ltd.) Research Economists de Washington D.C. ^{2/}. Como resultado de ambos estudios se recomendó establecer una sola Bolsa de Valores para toda el área mediante la suscripción de un Tratado entre los cinco países, que regulara de manera uniforme todos los aspectos legales que implicaba esa iniciativa, incluyendo la creación de sociedades de carácter centroamericano con personalidad jurídica y capacidad legal de actuar en todos ellos, así como los demás aspectos relativos a la operación, regulación y supervisión de la bolsa de valores. Al final esta iniciativa no avanzó.

6. Un segundo esfuerzo, también desaprovechado, lo impulsó la Federación de Entidades Privadas de Centroamérica y Panamá (FEDEPRICAP) a principios de la década de los noventa, coadyuvando a la creación en enero de 1991 de la Asociación de Bolsas de Comercio de Centroamérica (BOLCEN) y la realización en septiembre del mismo año del Seminario **“Los Mercados de Capitales: un nuevo eje para la integración centroamericana”**, cuyas principales conclusiones fueron:

- a) Impulsar la integración de los mercados de valores y accionarios, uniformando los procedimientos de emisión, inscripción y liquidación.
- b) Lograr y mantener la estabilidad monetaria y la convertibilidad cambiaria, proceso en el que tiene un papel preponderante la coordinación regional de las políticas macroeconómicas.
- c) Crear el Recibo de Depósito Centroamericano (RDC's)³ como instrumento financiero fundamental para aumentar la oferta y demanda de fondos en la región.

7. Otro esfuerzo relevante con muy buenos resultados a nivel de los países, pero más limitados en el ámbito regional, fue el proyecto para la **“Armonización de los Mercados de**

^{2/} Véase “Un Mercado de Capitales Centroamericano”, libro publicado por el CEMLA en 1967.

^{3/} El RCD se fundamenta en los “American Depository Receipts (ADR's)”. Son participaciones fiduciarias nominativas negociables, que dan a sus tenedores los mismos derechos que las acciones depositadas o en custodia en el fideicomiso. Un extenso detalle de este mecanismo está en los artículos de Carlos Mora de la Orden, “Los Recibos de Depósito Centroamericano (RDC's): un mecanismo para promover un mercado accionario regional y la inversión extranjera” y de James Berezin, “El potencial de los Recibos de Depósito Centroamericanos (RCD)”, incluidos en la memoria del Seminario (libro publicado por FEDEPRICAP con el título citado del seminario regional en 1991).



Deuda Pública de Centroamérica, Panamá y República Dominicana, ejecutado entre 2001 y 2003 también con la cooperación técnica del BID. Los resultados de este proyecto permitieron desarrollar los mercados internos de deuda pública en moneda doméstica, mediante la instrumentación de un conjunto de “Estándares Regionales”, ligados a las mejores prácticas internacionales, que fueron aprobados mediante Resolución Conjunta en noviembre de 2003 por el Consejo Monetario Centroamericano (CMCA) y el Consejo de Ministros de Hacienda o Finanzas de CAPARD (COSEFIN). No obstante, diversas dificultades que se podrán analizar en un futuro, han impedido pasar de los mercados nacionales de deuda pública a un mercado regional.

8. Otro tipo de iniciativas parciales se registraron en 2003 mediante el concepto de “***Jurisdicción Reconocida***”⁴. En efecto, la Comisión Nacional de Valores de Panamá mediante Acuerdo No. 03-03 del 20 de marzo de 2003 declaró a El Salvador como jurisdicción reconocida, y a Costa Rica con el Acuerdo No. 04-2005 de fecha del 4 de mayo de 2005. Por su parte, el Consejo Directivo de la Superintendencia de Valores de El Salvador otorgó el mismo reconocimiento a Panamá 25 de febrero de 2003 con la Resolución RS.MV-3/2003; y a Costa Rica del 29 de agosto de 2003 con la Resolución RS.MV-12/2003. Este reconocimiento, mutuo en el caso de Panamá y El Salvador y, unilateral de estos dos países a Costa Rica, permitió que emisiones de los países reconocidos pudieran ser negociados en los mercados bursátiles de Panamá y El Salvador; sin embargo, las emisiones listadas no lograron la bursatilidad esperada por sus promotores.

LA ALIANZA DE MERCADOS DE CENTROAMÉRICA (AMERCA)

9. La iniciativa AMERCA fue anunciada por las bolsas de valores de Costa Rica (BNV), El Salvador (BVES) y Panamá (BVP) en agosto de 2007, como un proyecto para estandarizar las reglas de negociación de los tres mercados. Se esperaba que posteriormente se fueran asociando las bolsas de valores de los otros países de la región (Guatemala, Honduras y República Dominicana) para ir formando un mercado de mayor tamaño. El desarrollo técnico de este proyecto contó con el respaldo de una cooperación técnica no reembolsable del BID y la asesoría del mercado OMX de Suecia.

10. Esta iniciativa pretende ser un mecanismo eficiente de negociación transfronterizo, mediante el cual los puestos (intermediarios) de las tres bolsas puedan operar en cualquiera de ellas, utilizando una plataforma única de negociación, siguiendo el modelo nórdico de integración bursátil, de “membrecía remota”. Con esta vinculación se estaría

⁴ La condición de “Jurisdicción Reconocida” se otorga cuando a criterio del supervisor de origen, su homólogo extranjero cuenta con un supervisor y con leyes y reglamentos que, aunque no sean iguales a los propios, ofrecen en general un grado de protección a los inversionistas en su conjunto sustancialmente igual o mejor que el que ofrece la supervisión y la legislación propia.



ampliando el espectro de emisores a los registrados en los tres mercados, aumentando las posibilidades de inversión y de diversificación de carteras y la confluencia de más intermediarios, incrementando la liquidez de las emisiones, la diversidad de productos y la formación de precios más competitivos.

11. Si bien la iniciativa AMERCA parte del convencimiento de que la estrechez y reducido tamaño de los marcos bursátiles de los países de la región a nivel individual, es un impedimento para su desarrollo y sobrevivencia futura, finalmente no planteó como objetivo integrar los tres mercados bursátiles en uno solo.

12. A mediano plazo, también está presente la intención de vincular la iniciativa AMERCA con otras del continente, como el “Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)”⁵, donde están operando las bolsas de valores de Chile, Perú y Colombia. Para tener una idea del tamaño del MILA, su capitalización bursátil en mayo de 2013 sumó US\$667,095 millones, la cual también se incrementará significativamente el futuro, con la participación prevista de la Bolsa Mexicana de Valores a principios de 2014, cuya capitalización bursátil sumó US\$483,158 millones en junio de 2013.

ESTRATEGIA DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL DE CA

13. Los supervisores de los mercados de valores de la iniciativa AMERCA consideraron que su implementación requería establecer prácticas uniformes de regulación y supervisión entre los países participantes y que éstas deberían reflejar las mejores prácticas internacionales. En tal virtud, solicitaron al BID apoyo para realizar un diagnóstico de la regulación vigente en cada una de las plazas; identificar las mejores prácticas internacionales; y elaborar sendos planes de acción para realizar las reformas regulatorias para alcanzar la armonización regional necesaria, y posibilitar y facilitar las transacciones bursátiles transfronterizas con la adecuada protección a los inversionistas. En ese sentido, se gestó en 2010 el proyecto “Estrategia de Regulación y Supervisión del Mercado Bursátil Centroamericano (ERSMB)”, el cual se implementó entre 2011 y

^{5/} El proceso de creación del MILA se inició en 2009, con la idea de organizar un mercado regional para la negociación de valores de renta variable de las bolsas de valores de Chile, Perú y Colombia y de los respectivos depósitos de valores, el Depósito Centralizado de Valores de Colombia (DECEVAL); el Depósito Central de Valores de Chile (DCV) y la Caja de Valores de Lima (CAVALI). El MILA entró en operación el 30 de mayo de 2011, posibilitando que los inversionistas e intermediarios de los países participantes pudieran comprar y vender las acciones de las tres plazas bursátiles, simplemente a través de un intermediario local; es decir, MILA no es ni fusión ni integración corporativa de las tres bolsas. La adecuación y armonización de herramientas tecnológicas y de la regulación sobre la negociación y custodia de valores en las tres naciones, permite el libre comercio de acciones mediante el ruteo de órdenes entre las casas hacia los mercados de origen. Las negociaciones se hacen en moneda local y mediante anotaciones en cuenta. Detalles de MILA pueden consultarse en www.mercadomila.com



mediados de 2013, con el respaldo del BID, mediante una cooperación técnica no reembolsable.

14. El proyecto se integró de tres componentes relativos a la regulación y supervisión bursátil: diagnósticos nacionales; identificación de las mejores prácticas Internacionales y definición de estándares regionales comunes de referencia; y establecimiento de planes de acción nacionales para la implementación de los estándares regionales, con la idea de impulsar un proceso para armonizar la normativa en tres áreas específicas: (1) la oferta pública de valores; (2) la negociación, compensación y liquidación de valores, y (3) la actuación de operadores bursátiles (incluyendo casas de bolsa y bolsas de valores). A continuación se plantean los objetivos de cada una de esos componentes.

Componente I: Diagnósticos nacionales sobre el estado de la regulación y supervisión bursátil. El objetivo de este componente era actualizar el conocimiento sobre el estado de la regulación y supervisión de los mercados bursátiles en los tres países participantes, para lo cual se realizaron actividades de diagnóstico y sistematización de la regulación y supervisión bursátil en cada uno de ellos.

15. Componente II: Identificación de las mejores prácticas internacionales y definición de estándares regionales comunes de referencia para la regulación y supervisión bursátil. Los objetivos de este componente eran: (i) identificar las mejores prácticas internacionales en materia de regulación y supervisión bursátil, basados en los de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés) que constituyeran el modelo hacia donde debía transitar la regulación regional; y (ii) realizar un ejercicio de definición de estándares regionales comunes de referencia para la regulación y supervisión bursátil basados en las mejores prácticas internacionales identificadas, que resultaran adecuados para alentar las inversiones bursátiles transfronterizas.

16. Componente III: Establecimiento de Planes de Acción Nacionales El objetivo del componente era elaborar un Plan de Acción para cada país que guiara la implementación de los estándares regionales de regulación y supervisión bursátil acordados en las tres áreas, lo cual permitirá mejorar la calidad de la regulación y supervisión de los mercados bursátiles, fomentar la eficiencia y transparencia de los mercados y a su vez, facilitar las transacciones transfronterizas. Además, contribuir al proceso de coordinación y cooperación entre entidades reguladoras y supervisoras de los países participantes, poniendo las bases para una ulterior integración plena de los mercados bursátiles.

17. Este proyecto ya se concluyó y los entes supervisores beneficiarios están utilizando como insumos primarios los productos de las tres consultorías específicas que se desarrollaron, a efecto de concretar el contenido de los Planes de Acción y el cronograma



de su ejecución. Asimismo, deberán establecer mecanismos de consulta entre ellos que les permitan armonizar acciones y plazos de ejecución a nivel regional.

ALGUNAS CONCLUSIONES

18. La integración de los mercados bursátiles centroamericanos sigue siendo una aspiración por concretar, a pesar de los distintos esfuerzos que se han realizado desde los inicios del proceso de integración económica centroamericano. Existe coincidencia en que la integración de los mercados es una necesidad, pues las economías de escala ampliarán la oferta y liquidez de los valores, generando más y mejores opciones de inversión que atraerá a más inversionistas y coadyuvará a la profundización financiera de los países.

19. La iniciativa AMERCA y los Planes de Acción generados por el proyecto *Estrategia de Regulación y Supervisión del Mercado Bursátil Centroamericana* se presentan como una nueva oportunidad para poner sobre la mesa el tema del Mercado Regional de Capitales. Habrá que ver si se logra reunir el consenso requerido y la voluntad política indispensable para hacerla realidad en un plazo razonable.

20. Un primer paso en esa dirección sería renovar de forma indefinida el “*Memorando de Entendimiento Multilateral entre los países de Centroamérica, Panamá y República Dominicana*”, suscrito por los reguladores y supervisores de los mercados de valores el 29 de junio de 2007, planteándose “...como (la) herramienta para eficientar sus labores regulatorias y supervisoras, así como contribuir a la formación de un mercado regional de valores eficiente, transparente y organizado (el subrayado no es del original).”

21. Es claro que cualquier esfuerzo de integración debe tener una institucionalidad regional que la sustente y promueva. Sin ésta será imposible alcanzar resultados positivos. Instituida la institucionalidad regional, el primer punto de agenda debería ser lograr el consenso y respaldo necesario en torno a definir e instrumentar una “*Estrategia regional de regulación y supervisión de los mercados bursátiles*” entre los tres países que integrarían la Iniciativa AMERCA y que participaron en el proyecto *ERSMB* (Costa Rica, El Salvador y Panamá)⁶, con un cronograma de ejecución y mecanismos de verificación de su cumplimiento. El siguiente paso será definir una ruta crítica de mediano plazo para avanzar hacia un Mercado Regional de Capitales, revestida del aval político indispensable, y que cuente ojalá con la participación de todos los países de la región CAPARD.

San José, Costa Rica
Agosto de 2013

⁶/ Obviamente sería muy beneficioso que también participaran otros países de la región CAPARD, aunque no hayan participado de la Iniciativa AMERCA ni del proyecto *ERSMB*, pues les ayudará a realizar las reformas que requieren para su ulterior participación.