

ASIES

ASOCIACION DE INVESTIGACION Y ESTUDIOS SOCIALES
Guatemala

Fundamentos del mercado bursátil guatemalteco

 Konrad
Adenauer
Stiftung
Fundación Konrad Adenauer

Revista ASIES
No. 2-2010



ASOCIACIÓN DE INVESTIGACIÓN Y ESTUDIOS SOCIALES
Guatemala

Fundamentos del mercado bursátil guatemalteco

Pablo F. Urrutia Nájera
Carlos González Arévalo



Revista ASIES
No. 2 - 2010

Urrutia Nájera, Pablo F. ; González Arévalo, Carlos
Fundamentos del mercado bursátil guatemalteco. --- Guatemala: ASIES, 2010

45 p.: 21cm. (Revista ASIES no. 2, 2010)

ISBN: 978-9929-8011-3-4

1. MERCADO FINANCIERO.- 2. INVERSIONES PRIVADAS.- 3. BANCOS.- 4. TASA DE INVERSIÓN.- 5. RENTA DEL CAPITAL.- 6.LEGISLACIÓN BANCARIA.- 7. BOLSA DE VALORES.- 8. GUATEMALA.



EDITOR

Asociación de Investigación y Estudios Sociales

Apdo. Postal 1005-A

Tel: 2332-2002, 23347178/9, 23310814

Fax: 23602259

www.asies.org.gt

asies@asies.org.gt

Ciudad de Guatemala

Guatemala, C.A.

DIRECCIÓN

Irma Raquel Zelaya

Arnoldo Kuestermann

Carlos Escobar Armas

© 2010

Esta publicación es posible gracias al apoyo de la
Fundación Konrad Adenauer de la República Federal de Alemania

ÍNDICE

1. Introducción	5
2. Conceptos básicos y características de los mercados	6
2.1 Inversiones y mercados	8
2.2 Intermediarios financieros	9
2.3 Riesgo	9
2.4 Rendimiento estimado y a vencimiento	10
2.5 Liquidez	10
2.6 Estructura temporal de tasas de interés (ETTI)	10
2.7 Renta variable	11
2.8 Renta fija	12
2.8.1 Reporto	12
2.8.2 Operaciones de política económica	13
2.9 La importancia de la globalización	13
3. Legislación guatemalteca	14
3.1 Aspectos generales	14
3.2 Registro del Mercado de Valores y Mercancías	18
3.3 Oferta pública	19
3.4 Agentes	20
3.5 Contratos de la bolsa	20
3.6 Sociedades de inversión	21
3.7 Fondos de inversión	21
3.8 Fideicomiso de inversión	22
3.9 Suspensiones y cancelaciones	22
3.10 Modernización del mercado de valores y mercancías	23
4. El mercado bursátil de Guatemala	27
4.1 En moneda nacional	27
4.2 En moneda extranjera	38
5. Conclusiones	41
6. Bibliografía	44

Fundamentos del mercado bursátil guatemalteco

Fundamentos del mercado bursátil guatemalteco

Pablo F. Urrutia Nájera*
Carlos González Arévalo**

1. Introducción

El estudio tiene como objetivo principal presentar las características fundamentales del mercado de valores y mercancías guatemalteco; está basado en la bibliografía internacional y en los datos disponibles sobre los títulos transados en la Bolsa de Valores Nacional. Su contenido se desarrolla en tres secciones: a) definición de los conceptos principalmente utilizados en este tipo de operaciones, b) examen de la legislación vigente dentro de ese campo, y c) análisis de la información estadística obtenida¹.

En la primera sección se explica el significado básico de los conceptos que están involucrados en el mercado nacional e internacional. En este sentido, se desarrollan los tipos de mercados existentes según la clase de los títulos utilizados en

* Licenciado en Economía por la Universidad Rafael Landívar, 2005. Maestría en Finanzas Internacionales, Instituto Español de Analistas Financieros. Certificado de Analista Financiero Europeo, Federación de Analistas Financieros Europeos, Madrid 2009. Consultor del Departamento de Investigación y Consultoría Económica, ASIES.

** Licenciado en Economía por la Universidad de San Carlos de Guatemala, 1970. Maestría en Economía Internacional y Finanzas Públicas, Universidad de Colorado, E.E.U.U., 1982. Cuarenta años de experiencia laboral en banca. Consultor del Departamento de Investigación y Consultoría Económica de ASIES.

¹ Es importante señalar que no fue posible obtener la información estadística deseada para un análisis más profundo.

las negociaciones y el momento de su emisión. Asimismo, se describen las principales características, motivos y variables que intervienen en las decisiones de los agentes económicos dentro de este contexto, así como de los títulos valores, tomando como referencia la teoría moderna de las inversiones.

Seguidamente se examinan las regulaciones contenidas en los decretos, acuerdos y reglamentos vigentes que constituyen el marco jurídico para el funcionamiento del mercado bursátil guatemalteco. También, a grandes rasgos se esbozan las características y requisitos que deben cumplir los títulos para su inscripción en las bolsas de valores de conformidad con la ley y los reglamentos establecidos en el país.

Finalmente, se analiza el comportamiento de las operaciones realizadas con títulos valores, en su mayoría de renta fija, en el mercado nacional. Fue necesario investigar e identificar documentos publicados acerca de las posibles implicaciones y motivos de la conducta de los inversionistas y emisores que participan en la negociación de títulos. Aun cuando, la poca disponibilidad de datos limita los alcances de este estudio, se realizaron significativos ajustes con los hallazgos internacionales para encontrar relaciones y experiencias útiles en el desarrollo del incipiente mercado bursátil del país.

2. Conceptos básicos y características de los mercados

Durante los últimos 50 años los agentes económicos han desarrollado nuevas herramientas para el uso eficiente de sus recursos, tanto la oferta como la demanda han experimentado un crecimiento exponencial de sofisticación en bienes y servicios. Como resultado, dentro de las innovaciones tecnológicas que interesan para efecto de este estudio están las herramientas y vehículos que utilizan los mercados financieros. La basta

variedad y la complejidad innata en los mercados de capitales han mejorado la asignación intertemporal de recursos según las preferencias de los protagonistas del crecimiento económico, es decir, se sustenta mejor la opción entre el consumo presente y futuro.

De esta manera, las decisiones de ahorrar o consumir y posteriormente invertir, responden implícitamente al comportamiento de los mercados de capitales y la certeza de recibir una rentabilidad futura. Por lo tanto, los inversionistas temen por la pérdida parcial o total de los recursos que asignan en sus portafolios de inversión,² como rechazo natural al riesgo. Ante tales particularidades, los agentes toman decisiones sobre el conjunto de inversiones con el propósito de minimizar la probabilidad de incurrir en pérdidas, tratando de diversificar el riesgo y obtener el beneficio máximo posible.

Los productos en el marco de los mercados financieros engloban principalmente la renta fija, la renta variable y los derivados (partes fundamentales de lo que se conoce como la pirámide del FMI). La renta fija consiste básicamente en la compra de títulos valores que dan certeza de los flujos de dinero futuros pactados desde el momento de enajenación de los mismos. Por su parte, la renta variable consiste en la compra de participación en una empresa, mediante acciones, cuyos dividendos están sujetos a cambio durante el tiempo establecido y no se conoce *a priori* la rentabilidad esperada. Por último, los derivados³ se originan por el comportamiento de otros activos y responden al cambio del subyacente⁴, usualmente utilizados para cubrirse de riesgos o transacciones especulativas.

Ante tal innovación, la evidencia empírica asegura que los mercados financieros han sido fundamentales en el aumento

² Conjunto de títulos valores destinados a obtener una rentabilidad específica.

³ Instrumento o contrato cuyo precio depende, o se deriva, del precio de otro activo. Hull, J. (2002). *Introducción a los Mercados Futuros y Opciones*. 4ta ed. Madrid. Pearson, Prentice Hall.

⁴ Activo que debe ser entregado a la fecha de ejercicio del derivado.

del ingreso de las personas individuales y jurídicas, ya que flexibilizan el flujo nominal económico. Asimismo, ofrecen un abanico de opciones para tomar decisiones objetivas de inversión, sustentadas en un mayor flujo de información financiera.

Sin embargo, la asesoría financiera y/o mecanismos objetivos de valoración de estados contables para la inversión en el mercado de valores y mercancías no tienen objeto en la presente investigación, sino más bien ésta se enfoca a la teoría moderna de los mercados financieros, con especial énfasis en aquellos productos que están en funcionamiento o tienen potencial de desarrollo en la economía guatemalteca, así como a los conceptos básicos de interés para inversionistas.

2.1 Inversiones y mercados

La inversión en un sentido amplio consiste en la asignación de recursos presentes en alguna actividad productiva, a cambio de cierta rentabilidad futura según el tipo de riesgo en el que se incurre. Por un lado, existen las llamadas inversiones reales porque implican activos tangibles y perceptibles en forma física. Por el otro, las inversiones financieras, que son respaldadas por contratos o garantizadas en forma documental, son las que mayor crecimiento han tenido en los mercados económicos internacionales; por ello tienden a ser más abstractas y de difícil comprensión, en parte por la ausencia de un componente tangible en el flujo de dinero esperado.

Otra característica del mundo financiero es la diferencia de los tipos de mercados según el momento y el acceso de la enajenación de títulos. Con frecuencia los títulos valores son transmitidos a varios inversionistas desde su colocación hasta el momento de la finalización del plazo. De esta forma, el mercado primario consiste en la primera venta del activo en cuestión, usualmente reservado a un conjunto de inversionistas selectos; el mercado secundario consiste en todas aquellas

transacciones posteriores, mediante el endoso de los títulos cuando son nominativos o por la simple tradición del título cuando son al portador.

2.2 Intermediarios financieros

Las complejas relaciones entre compradores y vendedores de activos son facilitadas por aquellas entidades intermediarias que se posicionan entre los proveedores y usuarios para la transacción de activos financieros y reales. De esta manera, tales instituciones localizan las contrapartidas idóneas para cada posición y perfeccionan las transacciones; también proporcionan a los grandes inversionistas, corporaciones, fondos de inversión e inversionistas pequeños, una herramienta para la compra y venta de títulos valor.

En el caso de Guatemala, al amparo del Decreto 34-96 del Congreso de la República, la Bolsa de Valores Nacional tiene la potestad de adecuar las instalaciones y mecanismos para poner en contacto a ambas partes en cada transacción. Asimismo, el sistema financiero nacional cuenta con agentes de bolsa que actúan por cuenta propia o como intermediarios en operaciones de oferta pública.

2.3 Riesgo

La teoría de las finanzas y la economía, bajo el supuesto de racionalidad, establece que los agentes económicos son adversos al riesgo que es explicado por factores institucionales, matemáticos, económicos, financieros y subjetivos, entre otros. Por lo tanto, el concepto de riesgo es intrínsecamente el mismo para todos: la incertidumbre de incurrir en pérdidas, medida por la volatilidad de los activos en cuestión. Asimismo, la rentabilidad esperada de un título valor será mayor respecto a su riesgo, a fin de que los inversionistas acepten las condiciones del contrato, aunque esto signifique mayor probabilidad de pérdida, según una de las reglas del mercado, relativa a que una tasa alta de rendimiento implica mayor riesgo.

2.4 Rendimiento estimado y a vencimiento

Los títulos valor son poseídos por los inversionistas en un plazo determinado finito y ellos esperan recibir una cantidad aceptable de dinero por sacrificar el consumo presente. Sin embargo, las proyecciones de rentabilidad son aproximaciones de la realidad futura que está sujeta a cambios inesperados, independientemente de su dirección y/o magnitud. Basadas en estas estimaciones, llamadas rendimientos esperados, los inversionistas deciden la idoneidad del título en una cartera específica.

Mientras tanto, los rendimientos a vencimiento son aquellos registrados en el momento de amortización total al final de la vigencia del título valor o cuando éste es enajenado hacia terceros. En esta modalidad, el inversionista conoce cuál fue el rendimiento real durante la posesión del título valor.

2.5 Liquidez

El conjunto de oferentes y demandantes son conocidos en forma abstracta por el mercado y según las preferencias de cada uno de los actores, se tomarán posiciones de compra y venta. En el mercado financiero, la cantidad de oferentes y/o demandantes determina la capacidad de los tenedores de los títulos valor para enajenarlos; es decir, la rapidez para traspasar la propiedad a otros inversores, usualmente es llamada liquidez de mercado. Mientras mayor sea la liquidez, menores riesgos para deshacerse de una inversión; al contrario, a menor liquidez mayor riesgo de desviarse del objetivo de rendimiento.

2.6 Estructura temporal de tasas de interés (ETTI)

Los rendimientos de los productos financieros difieren según el plazo de vencimiento, por ejemplo, la tasa de interés a un año usualmente es diversa de aquellos con un plazo distinto;

en condiciones de estabilidad, los rendimientos serían menores para plazos inferiores y mayores para plazos superiores. Por lo tanto, existe discrepancia entre los rendimientos para cada momento; el conjunto de éstos es conocido generalmente como estructura temporal de tasas de interés. Las teorías que explican las diferencias de rendimientos entre los plazos a vencimiento son básicamente cuatro: a) las expectativas imparciales que indican cómo las tasas de interés se comportarían en el futuro; b) la preferencia de liquidez que establece que los inversionistas están interesados principalmente en comprar títulos de menor plazo; c) la segmentación de mercado que sugiere que la demanda está restringida por costumbre, ley o preferencia a un plazo determinado y, d) el hábitat preferido, menos restrictivo que la segmentación, que propone que los inversionistas se especializan a un plazo de vencimiento. En la práctica, la creación de la ETTI responde a la combinación de cada una de estas teorías.

2.7 Renta variable

La definición de la renta variable se basa en las características de la inversión, que consisten básicamente en la compra de un porcentaje del capital (acción) de una sociedad constituida o con certificación de incorporación, para devengar dividendos que varían durante el período de propiedad del título valor según las necesidades de capital de la empresa. Asimismo, el precio de la acción puede variar dependiendo de la demanda y oferta en el mercado secundario, que influye en la percepción de mantener o enajenar la participación.

La ventaja de estos títulos es la responsabilidad limitada de sus propietarios, por ejemplo, en aquellos casos en que la sociedad anónima no cumpla con el pago de sus obligaciones, ésta no puede forzar a los accionistas a aportar dinero para su pago, empero las acciones pueden perder valor en el mercado secundario.

Por lo regular, los poseedores de acciones de una sociedad anónima pública tienen la potestad de ejercer su voto en la asamblea general, aunque su poder varía según el porcentaje de participación en el total del capital de la empresa.

2.8 Renta fija

Aquellos títulos que prometen a los inversionistas un flujo en efectivo específico en un momento determinado, son usualmente llamados valores de renta fija, que pueden otorgar un pago final por el valor nominal del título. Alternativamente, existen valores de renta fija que amortizan el flujo pactado, conocidos como pago de cupones.

La garantía requerida que puede ser metálica, legal o financiera, cumple la función de resguardo para el inversor en caso de impago de los flujos de efectivo negociados. En este caso, la garantía pasa a ser parte del patrimonio del comprador de títulos, sujeta a negociaciones con el emisor del instrumento de renta fija.

2.8.1 Reporto

El Código de Comercio de Guatemala legaliza un instrumento financiero llamado reporto, cuyas características establecen que el reportador adquiere un título valor que es propiedad del reportado por un plazo determinado y eroga una suma de efectivo preestablecida; la finalización del contrato se da por la entrega cambiaria de los títulos. Asimismo, en caso que el reporto no se liquide un día después del vencimiento y ante la ausencia de prórroga, la operación se da por abandonada y la parte afectada reclamaría el reporto por cuyo valor a favor resultare. Finalmente, en el mercado de valores y mercancías, los bancos son los que mayor participación tienen en el uso de este tipo de instrumentos para cubrir necesidades inmediatas y temporales de liquidez, ya sea para cubrir deficiencias de encaje o para financiar sus operaciones activas.

2.8.2 Operaciones de política económica

Las operaciones de depósitos a plazo fijo representan aquellos instrumentos que devengan intereses en un período, definido por el emisor del certificado; en la mayoría de los casos, la totalidad del efectivo depositado es amortizado hasta el vencimiento. Según las preferencias de los inversionistas, pueden deshacer sus posiciones vendiéndolas en el mercado secundario o retirarlas en forma anticipada con penalizaciones. En Guatemala, además de los bancos del sistema, la política monetaria del Banco Central contempla la emisión de certificados en moneda nacional o extranjera a plazo en la bolsa de valores y en ventanillas especiales para mantener niveles de liquidez correspondientes a la actividad económica, todo ello dentro de las llamadas operaciones de estabilización monetaria (OEM). El mecanismo consiste en la recepción de efectivo a cambio de un certificado que constituye un documento legal transable llamado certificado de depósito a plazo (CDP).

Análogamente, el Ministerio de Finanzas Públicas (MINFIN) lleva a oferta pública bonos del tesoro a manera de operaciones financieras para cubrir las necesidades de política fiscal, el mecanismo es similar a los CDP emitidos por el BANGUAT; en la práctica, el MINFIN entrega al inversionista un certificado de compra de un título, comúnmente denominado Certibono,⁵ que da derecho al tenedor del mismo a reclamar el valor nominal de la inversión al momento de su vencimiento.

2.9 La importancia de la globalización

En un contexto donde las empresas buscan nuevas oportunidades de inversión, es evidente que tanto la apertura comercial entre los países como las relaciones entre empresas y la capitalización de los índices bursátiles han cobrado mayor importancia; dentro del comercio internacional este proceso

⁵ Certificados representativos de bonos.

generó mayores oportunidades de negocios y aumentó la dependencia entre las bolsas internacionales. En tal razón se creyó que la globalización desencadenaría la convergencia de capitales en dos o tres bolsas, específicamente las de Estados Unidos, Japón y Europa Occidental; Galicia (1993)⁶ pone de manifiesto esta percepción. Sin embargo, la capitalización de las bolsas asiáticas ha incrementado la participación de éstas y se observa que las nuevas bolsas van en aumento. Asimismo, en Sudamérica las bolsas de valores se han fortalecido en la última década, tal es el caso de Brasil, Colombia y Argentina. En consecuencia, puede sugerirse que Guatemala aproveche las bondades de los mercados de capitales para que las empresas tengan un mejor acceso a crédito y a mercados con mayores oportunidades de negocios.

3. Legislación guatemalteca

3.1 Aspectos generales

Dada la importancia que las operaciones bursátiles tienen a nivel mundial en el financiamiento del desarrollo económico, los técnicos del BANGUAT, después de realizar diversos análisis, han elaborado varios proyectos de ley para regular el mercado de capitales del país, que proponen la creación y negociación de instrumentos para propiciar el acopio y transferencia de capitales hacia los sectores involucrados en la dinámica de la generación de riqueza.

Tales proyectos no se han convertido en ley de la República por razones que se desconocen, sin embargo, el retraso con el sustento del Código de Comercio, dio lugar a que surgieran en el pasado reciente varias bolsas de valores, de las cuales solo una ha quedado en operación. Previamente

⁶ Galicia, Marta. (1993). *Integración de los mercados de valores de los países centroamericanos*. Programa de apoyo al desarrollo de la integración de Centroamérica (PRADUC).

al desaparecimiento de las otras bolsas que funcionaron por un tiempo relativamente corto, hubo inversionistas nacionales que confiaron sus recursos a algunas casas de bolsa, y desafortunadamente los perdieron por falta de información suficiente a ese respecto y por la precaria regulación bursátil que resguardaba los intereses mencionados. Es importante puntualizar que las casas de bolsa surgieron para realizar operaciones de corretaje, y no para captar recursos del público, operación que legalmente sólo pueden hacer los bancos y sociedades financieras privadas autorizadas.

La situación apuntada constituyó un factor negativo para el desarrollo del mercado bursátil del país, con el agravante que sucedió en sus inicios, cuando todavía los agentes económicos no estaban acostumbrados a su presencia y utilización, sino que principiaban a asimilar los aspectos técnicos y las ventajas que podrían reportar para el desarrollo de sus operaciones financieras.

No obstante, la Bolsa de Valores Nacional ha seguido operando y muestra un crecimiento aceptable en sus actividades, como se podrá observar más adelante; su intermediación ha contribuido a fortalecer la colocación de títulos valores, principalmente los emitidos por el Gobierno Central y el BANGUAT. Caso contrario se observa en la atracción de capitales que inviertan en pagarés y acciones de sociedades guatemaltecas, debido a que éstas son reacias a que el público en general participe de su capital social, pues tratan de mantener la propiedad de las mismas en personas o entidades fundadoras y quizás en alguna medida lo hacen por desconocimiento de la oportunidad que ofrece la bolsa para fortalecer el patrimonio empresarial. Cabe señalar, que algunos entes importantes, con capacidad de emitir acciones, justifican su ausencia en ese mercado de acciones para resguardar la seguridad de los propietarios y directivos de la empresa, razón que justifica la realización de esfuerzos serios en cuestiones de seguridad ciudadana.

En síntesis, el potencial de mercado bursátil de Guatemala radica, sobre todo en la captación de capitales en el sector privado mediante la colocación de títulos, ya sea para reforzar el capital accionario o para financiar sus actividades con una alternativa de renta fija, que podría ser ventajosa frente a la oferta de crédito proveniente de las instituciones del sistema financiero supervisado. Sin embargo, convendría una reforma de ley que incentive la sofisticación en el mercado y bolsas de valores, –con el propósito de superar algunas deficiencias de la actual Ley de Mercado de Valores y Mercancías que, entre otros aspectos, cubre lo relativo a las formalidades del registro de las emisiones de títulos valor–, a fin de incorporar o designar según sea el caso, a un ente que realice las labores de fiscalización que fortalezca la confianza del público inversionista en las instituciones y en los documentos correspondientes a estas actividades.

Después de lo anterior, la Bolsa de Valores Nacional u otras que pudieran surgir en el futuro, deberán emprender una campaña de mercadeo de sus productos financieros y bursátiles para darlos a conocer de manera amplia, unida a la implementación de mecanismos que fortalezcan la educación en estos aspectos para sus potenciales usuarios.

En cuanto a la legislación actual aplicable a las operaciones del mercado bursátil y bolsas de valores, el artículo 119 de la Constitución Política de la República de Guatemala establece que el Estado tiene como labor la creación de condiciones para el desarrollo económico de la Nación. En armonía con este precepto constitucional, el Congreso de la República legalizó el Decreto 34-96, cuyos principales lineamientos engloban las actividades de valores y mercancías. A ello también responde el proceso de modernización del sistema financiero impulsado por la Junta Monetaria mediante la Resolución JM-647-93.

El objeto del Decreto 34-96 es *establecer normas para el desarrollo transparente, eficiente y dinámico del mercado*

*de valores. En particular, establece el marco jurídico.*⁷ Cabe destacar que el Organismo Legislativo en el ejercicio de sus atribuciones reformó algunos de sus artículos mediante el Decreto 49-2008, con el propósito de actualizar la normativa conforme las necesidades de los participantes de la bolsa.

Para las buenas prácticas de inversión, la Ley de Valores y Mercancías engloba los requerimientos legales necesarios para su funcionamiento, tal como el papel que juega el registro, las bolsas de comercio, la oferta pública, lo relacionado con los agentes, los valores representados en cuenta, los contratos, la suspensión de títulos y sanciones.

Las necesidades de supervisión, desarrollo y transparencia establecidos por el Decreto 34-96 (artículo 16), dieron como resultado el Acuerdo Gubernativo 557-97 del Ministerio de Economía (MINECO), que básicamente tiene como objeto dar lineamientos para el funcionamiento del registro, los aranceles a aplicar, fianzas, oferta extrabursátil y actualización de información, pero no establece cuál institución pública o autónoma será responsable de la fiscalización externa de las operaciones.

Debido a que la confianza en los mercados es imprescindible, la ley contempla la ocupación y limitaciones de los actores, de los instrumentos y los mecanismos de enajenación, para efectos de la actividad de los participantes. Estas medidas son de suma importancia en el mundo de las finanzas internacionales, porque minimizan el uso ilegítimo de estos vehículos para beneficio de particulares en perjuicio de otros. Asimismo, se establece que las tareas de vigilancia y fiscalización corresponden específicamente a las bolsas en el uso de sus virtudes y al MINECO como entidad del gobierno, aunque no cuenta con ninguna dependencia que realice esta tarea.

⁷ Decreto 34-96, Ley del Mercado de Valores y Mercancías.

3.2 Registro del Mercado de Valores y Mercancías

Es una dependencia del MINECO, con carácter estrictamente técnico, cuyo objeto es el control de la juridicidad y registro de los actos que realicen y contratos que celebren las personas que intervienen en los mercados a los que se refiere el Decreto 34-96. Dicha dependencia está a cargo del Registrador, que deberá ser nombrado por el Presidente de la República para un período de seis años y llene requisitos de honorabilidad, objetividad y solvencia en sus actividades productivas. Las tareas principales consisten en actuar como fuente de información y supervisión de todos los agentes interesados en la bolsa.

Para participar en el mercado de valores mediante la emisión de títulos, se necesita básicamente la aprobación de la bolsa en cuestión para luego presentarlo al Registro de Valores. En este sentido, se da libertad a las bolsas para establecer las condiciones mínimas de su participación en oferta pública.

La Bolsa de Valores Nacional, única que funciona en el país actualmente, determina las condiciones y requisitos necesarios para la colocación de títulos, basados en criterios específicos, particularmente los referentes a estados financieros, escritura social, características principales de los títulos, informe de auditor externo, estructura organizativa y factores de riesgo para la empresa emisora. Cabe resaltar la necesidad de publicar explícitamente la descripción de todos los activos operativos, inversiones que sobrepasen cierto porcentaje del capital y plazo de vencimiento de patentes en su beneficio.

Aunque los requisitos son de carácter discrecional por parte de la junta directiva de la bolsa, debido a la ausencia de criterios como la capitalización mínima o la cantidad de trimestres con beneficio neto, se conceden incentivos a las empresas interesadas en la flexibilidad y se ofrecen condiciones financieras para la emisión de títulos.

Respecto a la emisión de deuda, los requisitos de información legal y de estados financieros son prácticamente los mismos. Sin embargo, por la diferencia en la naturaleza de los títulos, es necesario publicar cierta información, tal como el plazo de la emisión, monto de los cupones, periodicidad de pago y tipo de amortización. Asimismo, en aquellas emisiones donde exista aval otorgado por otra persona, debe presentarse la información legal y financiera del avalista.

Para los instrumentos especializados de renta fija tales como cédulas hipotecarias, fideicomisos, papel comercial y titulaciones, los requisitos convergen a incluir información muy específica sobre la naturaleza de las emisiones. Por ejemplo, cuando se trata de cédulas hipotecarias se debe presentar el número de caso del Instituto de Fomento de Hipotecas Aseguradas (FHA).

Cumplidos los requisitos, cada uno de los títulos se debe remitir al MINECO para su registro en la autoridad competente según el Acuerdo Gubernativo 557-97. Uno de los grandes retos para el registro es la publicación de los títulos emitidos, a fin de fortalecer la información pertinente a potenciales inversionistas.

3.3 Oferta pública

Para la oferta pública de valores es necesario, salvo excepciones, cumplir con todos los requisitos de ley establecidos en el Acuerdo Gubernativo 557-97, previa autorización de la bolsa de valores respectiva. En todo caso, la información proporcionada debe cumplir a cabalidad con los datos financieros solicitados por las entidades reguladoras privadas y públicas. Sin embargo, con la autorización ya obtenida el solicitante puede renunciar al trámite con sólo una solicitud, en cuyo caso no incurre en ningún cargo económico.

Los títulos valor que no están sujetos a la autorización legislada por el Decreto 34-96 y sus respectivos reglamentos, son la ofertas públicas del Banco de Guatemala (BANGUAT), del Estado y de las entidades sujetas a fiscalización de la Superintendencia de Bancos.

Mientras tanto, las ofertas públicas realizadas en moneda extranjera son aceptadas por la legislación siempre que sean inscritas en el registro. No obstante, aquellas que demuestren su cotización en mercados extranjeros listados en el sistema internacional⁸, no están obligadas a inscribirse.

3.4 Agentes

Los agentes son sociedades anónimas, inscritas en el registro, cuya propiedad no puede ser de otras personas jurídicas de su misma actividad. Actúan por cuenta propia o como intermediarios de terceros en operaciones bursátiles de oferta pública, proporcionan asesoría en esta materia, solicitan inscripciones de terceros, administran carteras de inversión, entre otras. En el caso de los agentes extranjeros deben comprobar fehacientemente la constitución de sus actividades en el país de donde provenga, someterse a todas las sanciones contempladas en la legislación nacional y constituir un capital para las operaciones correspondientes. Mientras tanto, las actividades operativas bursátiles y extrabursátiles de los agentes son realizadas por medio de los operadores.

3.5 Contratos de la bolsa

El Decreto 34-96 determina que, *mediante los contratos de bolsa se crean, modifican, extinguen o transmiten obligaciones mercantiles que se contraen y liquidan en el seno de una bolsa*

⁸ Títulos que operen en jurisdicción de países miembros del comité técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés) o que formen parte de la Unión Europea.

de comercio. Las obligaciones que de ellos se derivan se interpretarán, ejecutarán y cumplirán de conformidad con los principios de verdad sabida y buena fe guardada, a manera de conservar y proteger las rectas y honorables intenciones y deseos de las contrapartes, sin limitar con base en una interpretación arbitraria, sus efectos naturales.

En caso de que los términos establecidos en un contrato den como resultado conflictos entre las partes, se resolverán por medio de un arbitraje de equidad.⁹ Sin embargo, si no se lograra un acuerdo, se tomarían como criterios las reglas y normas del Centro de Dictamen, Conciliación y Arbitraje (CDCA).¹⁰

3.6 Sociedades de inversión

Las sociedades de inversión son aquellas que utilizan sus propios recursos para la adquisición, transmisión y enajenación en el mercado de capitales y mercancías. Según los intereses de su junta directiva, en la escritura de sociedad deben incluir la opción de invertir en instrumentos financieros de alta liquidez. Asimismo, deben registrar los valores que emitan en oferta pública en el MINECO y en la bolsa. De esta manera, es sujeta a supervisión de las autoridades competentes.

3.7 Fondos de inversión

Según el Decreto 34-96, *el contrato de fondo de inversión es aquel por medio del cual un agente recibe dinero de terceras personas con el objeto de invertirlo por cuenta de éstas, de manera sistemática y profesional en valores inscritos en oferta pública.* Sin embargo, los recursos obtenidos por terceros no pueden ser incluidos en el patrimonio del agente ni utilizarlo

⁹ Consiste en la buena fe entre las partes del contrato que no es llevado a instancias de litigio.

¹⁰ Según el Decreto 67-95 es un Instituto Arbitral permanente, legalmente reconocido, al que las partes pueden libremente encargar, de conformidad con sus reglamentos o normas pertinentes, la administración del arbitraje y la designación de los árbitros.

en actividades que no estén pactadas en el contrato. Entre las obligaciones que tienen los fondos de inversión, destaca la publicación sobre como están posicionadas sus inversiones en forma mensual, destinadas a aquellos a los que gestionen sus recursos.

3.8 Fideicomiso de inversión

El código de comercio establece las reglas del fideicomiso en el país. Determina el derecho que tiene el fideicomitente de transmitir bienes y derechos hacia el fiduciario (bancos del sistema y sociedades financieras privadas autorizadas) para utilizarlos en la realización de actividades específicas en beneficio del fideicomisario. El uso de los contratos de fideicomiso en la bolsa de valores tiene como principal objeto delegar la gestión del fideicomiso. Como resultado ambos (fiduciario y agentes) son responsables del contrato. Finalmente, deber ser registrado en el MINECO.

3.9 Suspensiones y cancelaciones

En caso de incumplimiento de los requisitos de ley, así como falsedad comprobada en los informes y documentos presentados al registro, se podrán suspender los títulos valor por alguna persona. Asimismo, como medida preventiva el registro tiene la potestad de suspender títulos de cualquier naturaleza. Los efectos de estas medidas son impedir la negociación de los valores en cuestión, aplicar multas a los responsables y proteger los derechos de los inversores. En el caso especial de las acciones, se aplican las leyes respectivas.

Asimismo, el registro podrá solicitar a juez competente la cancelación de partícipes individuales, físicos y todos los instrumentos financieros contemplados en la ley.

Aunque existe un marco legal específico para el mercado bursátil, se deben realizar esfuerzos para orientar a potenciales

emisores respecto a qué tipo de productos pueden emitir y bajo qué características. A este respecto, mercados más desarrollados publican manuales sobre cada tipo específico de título, para el caso de Guatemala, la valoración de las rentabilidades es un tema vital como mecanismo de captación de flujos de efectivo de inversores institucionales.

3.10 Modernización del mercado de valores y mercancías

La discusión actual respecto a la modernización de los sistemas financieros internacionales tiene el objeto de evitar nuevas burbujas financieras y una percepción infravalorada del riesgo. Una de las lecciones aprendidas es que la laxa legislación propició la asignación irracional de recursos y la exposición a mayores riesgos de los necesarios. La situación repercutió en la pérdida de confianza de los inversionistas en los instrumentos financieros, como asunto de poca comprensión para la gran mayoría de participantes de la bolsa, y en que organismos internacionales, analistas independientes y entidades gubernamentales hayan sugerido cambios sustanciales en la legislación en cuanto a la transparencia para informar y fiscalizar respecto a la asignación de recursos financieros. La ausencia de estos mecanismos de control permitió, en parte, los lamentables acontecimientos económicos sucedidos a finales de 2007 en Estados Unidos, que dieron origen a la crisis económica mundial y que actualmente siguen provocando dificultades, entre ellas, la pérdida de empleos.

Como punto de partida es necesario referirse a las experiencias de países con un nivel de sofisticación mayor al guatemalteco, sin dejar de observar las características del mercado nacional, cuyo conocimiento permitirá realizar propuestas específicas para los cambios oportunos en la legislación nacional. En el estudio se hace referencia a la legislación costarricense que tiene mayores niveles de sofisticación y experiencia en los instrumentos transados y en la legislación, con el propósito

de sugerir cuáles son las principales reformas que se podrían aplicar para el caso de Guatemala. Sin embargo, es prudente mencionar algunas de las medidas que realizan países con amplia experiencia tales como España.

En Costa Rica la Superintendencia General de Valores, un ente creado por la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732, está a cargo de la fiscalización de las actividades bursátiles, la autorización de emisión de los títulos valores y la protección a los inversionistas. Con relación a la principal entidad gubernamental en Guatemala – el Registro – es de hacer notar que las facultades designadas a la superintendencia costarricense son más desagregadas y amplias, dirigidas a la protección de los inversionistas y a propiciar información a quienes la requieran.

Asimismo, el Registro guatemalteco muestra atrasos en sistemas de información, con el agravante de no tener facultad explícita de fiscalización de los títulos valores que serán transados. Cabe señalar también que el registro guatemalteco forma parte del MINECO, en comparación con la superintendencia costarricense, de carácter autónomo. Por lo tanto, para darle mayor cobertura a las funciones del Registro de Valores en Guatemala, es indispensable ampliarlas, a fin de brindar protección a los inversionistas e información oportuna de los precios de los títulos valores. Para la economía guatemalteca se estima *a priori* que sería más factible crear una superintendencia bajo la supervisión de la Junta Monetaria, a manera de un ente más sofisticado y con mayores responsabilidades que el actual registro, o en su caso, atribuirle estas funciones a la Superintendencia Bancos.

La legislación de Costa Rica responde a una lógica de tipo de mercado según la emisión de los títulos valores, ya que estipula diferentes tratamientos para fiscalizar y divulgar información para el mercado primario y secundario; esto se debe a la

armonización que exige la IOSCO en materia de protección al inversionista. La superintendencia costarricense pertenece a dicha organización, mientras que la guatemalteca no forma parte de ella, una razón más para reformar la legislación en materia de fiscalización con el objeto de atraer inversionistas institucionales internacionales a las emisiones que puedan realizar las entidades públicas y privadas guatemaltecas. Sin tal reforma, muy pocos flujos de efectivo del exterior mostrarán algún interés en las emisiones nacionales, especialmente los provenientes de aquellos países de la región con mayor voluntad de generar un marco legal con el que el inversionista se sienta cómodo. Cabe destacar, que uno de los temas más perseguidos por la IOSCO es la transparencia de la información y las adecuadas penalizaciones a aquellas personas que hagan uso de información privilegiada para su bienestar particular.

Las experiencias internacionales sobre la relación entre los participantes de las bolsas de valores han dado como resultado un conjunto de normas de conducta para los fiscalizadores, los intermediarios y los inversionistas. La razón de estas normas es la falta de asimetría perfecta en el acceso a la información y la comprensión de los datos, y la legislación difiere según el tipo de agentes económicos. En ese sentido, Costa Rica y Guatemala cuentan con normas de conducta sobre el comportamiento de los intermediarios. Por un lado, la legislación guatemalteca tiene debilidades sustanciales en las atribuciones del Registro en cuanto al uso de información privilegiada. Una alternativa es el desarrollo de reglamentos sobre la forma, tipo y canales que deben ser utilizados para informar al inversionista individual e institucional. Por otro lado, es de vital importancia que la información sobre la naturaleza de los fondos de inversión sea clara y de fácil comprensión para los inversionistas.

Mientras tanto, la prohibición de que inversionistas no especializados puedan participar en fondos de inversión

alternativos¹¹ es una debilidad en la protección del inversionista individual en la ley nacional, la que debe ser mejorada para incentivar el buen uso de los flujos de dinero en el mercado de capitales. En consecuencia, el Registro carece de potestades específicas para desarrollar manuales de conducta, prioridad de la información e instrumentos accesibles por tipo de inversionista, por lo tanto, se recomendaría elaborarla lo antes posible para dar un marco jurídico claro al interesado en los instrumentos emitidos.

Las entidades que mayores problemas han dado a los inversionistas son las de carácter ilegal que se hacen pasar por intermediarios de bolsa, estafando a personas interesadas en invertir en emisiones financieras y se apropian de los flujos de dinero de los inversionistas mal informados. Las consecuencias en la confianza en el sistema financiero es de los grandes retos que deben afrontar los países cuando ésta se pierde debido a actos ilícitos en los mercados de capitales. Ante tales sucesos, se dan alertas públicas de aquellas oficinas que no forman parte de la supervisión de las entidades fiscalizadoras. En el caso particular de España, la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CMNV) emite alertas en los principales medios de comunicación y en los especializados en temas financieros sobre las supuestas empresas que captan recursos cuando no les es permitido o tienen poca capacidad instalada¹² para realizar transacciones de títulos valores. Lo ideal es la coordinación y cooperación con las entidades de la IOSCO por la globalización y fácil acceso a las bolsas de valores en el mundo virtual.

Finalmente, la experiencia internacional está plasmada en la mayoría de los reglamentos internacionales de los mercados de capitales que incluyen requerimientos mínimos de capitalización, período máximo de pérdidas y uso de contabilidad dirigida a

¹¹ Aquellos que utilizan una estrategia de ganancias sin importar la tendencia del mercado, usualmente llamados Hedge Funds.

¹² En el mundo financiero popular se los conoce usualmente como "chiringuitos".

inversionistas. Cabe acotar que la tendencia de las empresas y las universidades nacionales es la implementación de las normas internacionales de contabilidad (NIC) para reflejar la verdadera situación financiera de las empresas. Sin embargo, en el caso de Guatemala no existen requerimientos mínimos de forma explícita y se corre el riesgo de contar con criterios variables en la emisión de acciones, dificultando la creación de algún índice de capitalización y de realizar carteras de inversión. Empero, por la estructura productiva guatemalteca poco desarrollada, las normas deben ser flexibles y responder tanto a los intereses financieros de las empresas como de los inversionistas.

4. El mercado bursátil de Guatemala

4.1 En moneda nacional

Según las definiciones fundamentales de los tipos de mercado bursátiles, las transacciones realizadas en Guatemala se pueden dividir en dos grandes rubros: mercado primario y secundario. No obstante, por la importancia relativa que tienen los reportos, usualmente son separados en las clasificaciones de las entidades competentes para llevar el registro. A este respecto, en el presente estudio se continúa con la misma desagregación, con el objeto de mejorar la comprensión de los datos publicados.

Cabe resaltar que el mercado de capitales guatemalteco es incipiente con relación a los principales mercados internacionales, principalmente por el poco desarrollo que muestra en términos de la variedad de instrumentos financieros que maneja y su volumen y, porque los entes económicos que requieren financiamiento para el desarrollo de sus actividades no recurren a éste como una alternativa del crédito bancario, además de la poca publicidad desplegada sobre estas actividades. Asimismo, estudios presentados por el FMI indican

que El Salvador y Costa Rica han logrado mayores avances en los instrumentos en transacción, específicamente en emisión de títulos de propiedad de sociedades con fines de lucro. Cabe señalar que el acceso a información de las operaciones que realiza y los servicios que presta, constituye uno de los grandes retos para dar a conocer el importante papel de este tipo de mercado en el manejo de instrumentos de la política monetaria, ya que el BANGUAT capta o inyecta dinero a la economía por medio de mecanismos bursátiles, así como para posicionarla como una fuente de financiamiento a las empresas privadas, a través de la colocación de títulos.

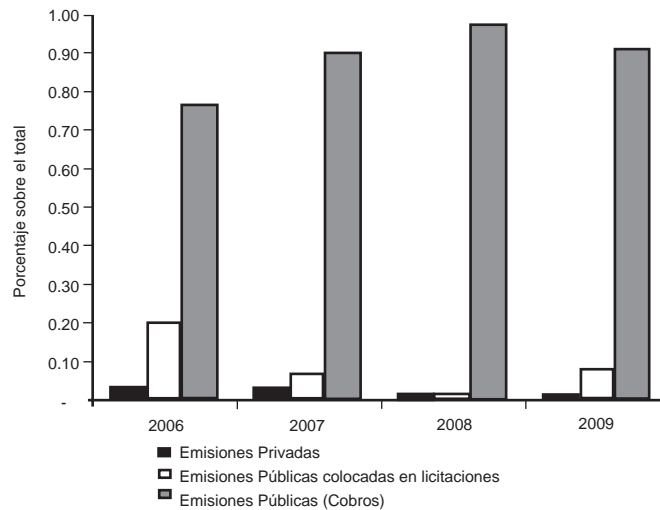
La primera emisión de cualquier título, independientemente de su naturaleza, es conocida como mercado primario y es de vital importancia para la economía de los países. Algunos estudios como los desarrollados por Chen y Zhang (2009)¹³; y Bordo, Dueker y Wheelock (2008)¹⁴, sugieren que el aumento del volumen negociado en los mercados primarios refleja parte de la confianza que los agentes públicos y privados tienen en el sistema. Aun cuando se observa en la gráfica 1 que los montos emitidos han aumentado significativamente desde 2006 hasta 2009, la mayor proporción corresponde a emisiones públicas en corros,¹⁵ seguidos por las emisiones en licitación. Finalmente, las emisiones de carácter privado son marginales respecto al total.

¹³ Chen, L. y Zhang, L. (2009). *The Stock Market and Aggregate employment*. Working paper 15219. National Bureau of Economic Research.

¹⁴ Bordo, M.; Dueker, M. y Wheelock, D. (2008). *Inflation, Monetary Policy, and Stock Market Conditions*. Working paper 14019. National Bureau of Economic Research.

¹⁵ Tipo de transacción tradicional que consiste en un corredor donde se presentan físicamente las partes interesadas en la compra y venta de títulos valor.

Gráfica 1
Porcentaje del volumen negociado
en Bolsa de Valores en el Mercado Primario
Período: 2006 – 2009



Fuente: elaboración propia con datos del BANGUAT.

La estructura de emisiones indica que el BANGUAT y el MINFIN son los principales participantes en la bolsa y los que hacen el mayor uso de la infraestructura existente. Ante tales características, es posible que la principal actividad de la bolsa sea el resguardo de títulos para la protección del inversionista, mientras que el sistema de compensación sea relativamente pequeño o marginal. Según lo expresado por Kane y Ki Lee (1983),¹⁶ la proporción de emisiones del gobierno y la banca central no implican de ninguna manera un efecto de desplazamiento de las emisiones empresariales, por el contrario, la experiencia

¹⁶ Kane, A. y Ki Lee, Young. (1983). *The Forecasting ability of Money Market Fund Manages and its Economic Value*. Working paper 1243. National Bureau of Economic Research.

mundial refleja que las emisiones del Estado son utilizadas como punto de comparación para cada unidad de riesgo. De acuerdo con esto, la participación del BANGUAT y el MINFIN incentiva la demanda y la emisión de bonos corporativos, lo cual no se ha evidenciado en el caso de Guatemala.

Una de las virtudes que derivan del incremento de la confianza de los inversionistas en las emisiones de Gobierno, es la capacidad que se obtiene en la exigencia de mayores niveles de rentabilidad en las emisiones que *a priori* son de mayor riesgo. Así, los inversionistas y emisores que participan en la Bolsa de Valores Nacional tienen la capacidad de cotizar las primas de riesgo para los títulos corporativos, utilizando los títulos gubernamentales como referencia.

Otra característica importante de las emisiones gubernamentales es la capacidad que tienen de influir en la toma de decisiones de consumo en los agentes económicos. Conforme se desarrolle este mercado el BANGUAT tendrá mayor capacidad de gestionar los instrumentos monetarios a efectos de alcanzar las metas de política monetaria. En definitiva, es necesario fortalecer el mercado de capitales para disminuir los niveles de inflación y reducir las tasas de interés exigidas por los bancos del sistema en las carteras de crédito.

Las tasas de crecimiento por tipo de emisión evidencian que los títulos que más crecieron desde 2006 a 2009 fueron las emisiones públicas en corros, ya que la tasa promedio en el período fue de 73%, seguido de las públicas en licitación (23.4%) y las privadas (8%). De esta manera, la pérdida de la participación de las emisiones privadas y públicas en licitación en el año 2008 se debió a un mayor crecimiento de las emitidas en corros y no a una disminución de las emisiones.

Una de las debilidades que deben ser superadas en las emisiones gubernamentales es la información accesible para

los inversionistas individuales, dado el notorio desarrollo de inversionistas más sofisticados y de mayores recursos financieros. En este sentido, Stiglitz (2001)¹⁷ determina que entre mejor informados estén los inversionistas personales, mayor incremento se dará en los fondos de inversión al trasladar los flujos de efectivo a entidades con mayor capacidad de implementar economías de escala¹⁸ y así desarrollar mejores herramientas para la diversificación.

Asimismo, la liberalización y laxa legislación de los mercados de capitales no han tenido los efectos deseados en las economías, ya que propician el nacimiento de burbujas especulativas y actos ilícitos como los sucedidos en Guatemala en los inicios de la vida bursátil nacional. Blair y Lombard (2003)¹⁹ demuestran que las economías que han protegido a los inversionistas personales, desarrollan fuertes sistemas de fiscalización y estimulan la publicación de datos históricos, generan mayor nivel de capitalización, más eficiencia en las transacciones y menor volatilidad en las cotizaciones. Conforme estos hallazgos, es necesario fortalecer esas áreas en la presente legislación nacional y las entidades a cargo de la fiscalización de las emisiones.

¹⁷ Stiglitz, J. (2001). *Principles of Financial Regulation: A Dynamic Approach*. The World Bank Observer, 16(1), pp. 1-18.

¹⁸ Consiste en disminuir los costos por unidad producida. En concreto, menores costos por unidad de efectivo invertida.

¹⁹ Blair, P. y Lombard P. (2003) *Domestic Capital Market Reform and Acces to Global Finance: Making Market Work*. Working Paper 10064. National Bureau of Economic Research.

Cuadro 1
Volumen total de negociación en el mercado primario
Millones de quetzales
Periodo: 2006 – 2009

	2006	2007	2008	2009
Emisiones Privadas	969.37	1,208.18	1,229.96	1,364.11
Emisiones Públicas				
colocadas en licitaciones	5,567.95	2,673.78	1,397.03	10,477.32
Emisiones Públicas				
(corros)	21,131.00	34,223.00	83,157.60	119,391.70
Total	27,668.32	38,104.96	85,784.59	131,233.13

Fuente: elaboración propia con datos del BANGUAT.

Es pertinente destacar que en conjunto el total de emisiones aumentó en un 63% en promedio para el período de análisis. La importancia del incremento de las emisiones en bolsa radica en utilizarlo como instrumento que agiliza el flujo de dinero entre entidades e inversores. Las bondades del aumento del flujo de dinero son la confianza entre entidades, mayor capacidad de financiamiento para actividades operativas y mejor información para asignar los recursos en activos productivos.

Bordo y Dewald (2001)²⁰ evidencian que un título de renta fija debe ser atractivo para el inversionista, es decir, los rendimientos deben ser superiores a aquellos esperados en el sistema financiero supervisado y a su vez menores a los exigidos por el sistema al otorgar un crédito. Asimismo, Matalí (2004)²¹ pone de manifiesto que la volatilidad de bienes con negociación poco frecuente tiende a ser mayor con relación a los mercados líquidos internacionales. De esta manera, los rendimientos privados de las empresas guatemaltecas podrían ubicarse entre la tasa de interés promedio ponderada activa

²⁰ Bordo, M. y Dewald, W. (2001). *Bond Market Inflation Expectations in Industrial Countries: Historical Comparisons*. Working paper 8582. National Bureau of Economic Research.

²¹ Matalí, V. (2004). *Valoración de Bonos Corporativos con negociación poco frecuente*. Trabajo de investigación de programa de doctorado en finanzas cuantitativas. Madrid, España.

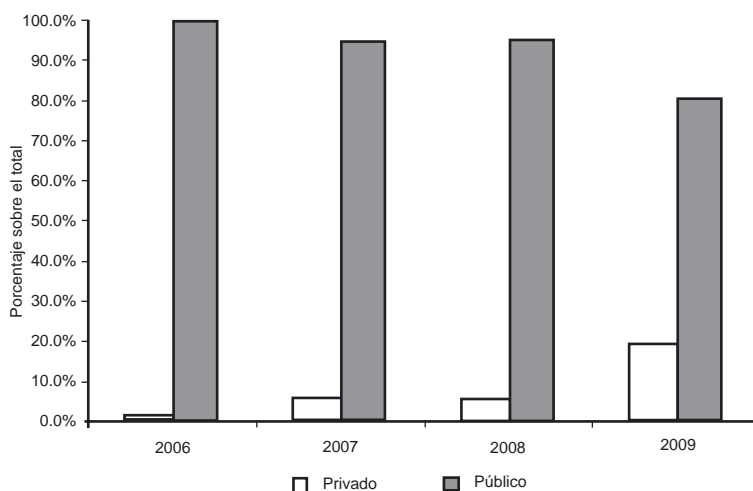
y pasiva del sistema financiero guatemalteco supervisado, aunque con mayores niveles de volatilidad en la cotización de los rendimientos esperados. Sin embargo, aún no existe el desarrollo formal de una estructura temporal de tasas de interés para determinar si los bonos cotizan con prima o descuento, lo que sugiere que los inversionistas nacionales tienen dificultades al momento de enajenarlos a un precio de mercado objetivo.

Luego de la primera emisión del título, todas las enajenaciones posteriores se enmarcan dentro de lo que se denomina mercado secundario. Con este concepto se puede inferir cuáles son los títulos con mayores cantidades de traspaso de propietario, es decir, los más líquidos; se observa que las emisiones públicas son las de mayor monto transado posterior a su emisión, lo que indica que para el inversionista tiene menor riesgo de liquidez al momento de adquirirlos.

Según el nivel de sofisticación actual de los títulos cotizados, es de reconocer que no existe necesidad de reformas sustanciales en la legislación o en los reglamentos. Empero, es necesario el desarrollo de un manual público para atraer a inversores potenciales que desconozcan con exactitud el funcionamiento de la Bolsa de Valores Nacional. De esta manera se incentivaría con mayor velocidad la creación de un mercado de bonos más sofisticado, tales como los que realizan amortizaciones a capital antes del vencimiento y aquellos con opción de anticipar la fecha de vencimiento del título valor.

En adición a lo anterior, a fin de dar mayor confianza a los inversionistas, es necesario contar con una entidad que realice labores de supervisión de las operaciones de bolsa, lo cual no realiza el Registro de Valores y Mercancías.

Gráfica 2
Porcentaje del volumen negociado en la Bolsa de Valores en el
Mercado Secundario
Período 2006 – 2009



Fuente: elaboración propia con datos del BANGUAT.

Como se observa en la gráfica 2, el mercado secundario es conformado principalmente por el mercado de dinero, es decir, las emisiones del gobierno de corto plazo. No obstante, los títulos corporativos han incrementado su porcentaje de participación paulatinamente, lo que sugiere que el mercado de capitales nacional aumentó su confianza hacia las emisiones empresariales. Por lo tanto, la cultura financiera nacional se ve fortalecida en alguna medida por este tipo de evolución bursátil.

Congruentemente, Broner, Martin y Ventura (2007)²² sostienen que cuando el gobierno afronta responsablemente el uso de la deuda, estimula el crecimiento de los mercados secundarios y desarrolla la liquidez del mercado.

²² Broner, F.; Martin, A. y Ventura, J. (2007). *Sovereign Risk and Secondary Market*. Working paper, 12783. National Bureau of Economic Research.

Cabe acotar que en el año 2006 el mercado secundario de emisiones corporativas era prácticamente inexistente, mientras que en el año 2009 alcanzó el 19.7% del mercado. Sobre la base de la pirámide de implementación²³ de un mercado bursátil del FMI, es positivo que los inversionistas desarrollen un escalón más de sofisticación de instrumentos financieros, así como mayor confianza en las empresas nacionales. Sin embargo, es probable que aún existan riesgos de liquidez en los bonos corporativos que serían mitigados conforme más entidades incursionen en el mercado.

Cuadro 2
Volumen total de negociación en el mercado secundario por sector
Miles de quetzales
Periodo: 2006 - 2009

Clases de títulos	2006	2007	2008	2009
Privados	1,929.23	42,183.94	31,610.46	112,643.93
Públicos	699,517.51	684,490.47	590,214.47	459,894.14
Total	701,446.75	726,674.42	621,824.94	572,538.07

Fuente: elaboración propia con datos del BANGUAT.

Para el período de 2006 a 2009 el monto total de las transacciones en el mercado secundario privado creció en promedio en 288%, mientras que las públicas disminuyeron en 13%. De esta manera, es probable que haya mejorado el tipo de garantías en las emisiones privadas, ya que según Lakdawalla y Zanjani (2006)²⁴ los inversionistas confían más en los mercados secundarios cuando las garantías son de mejor calidad.²⁵ Por su parte, la disminución de las transacciones en el mercado secundario podría ser explicada por la pérdida de

²³ Escala que define el desarrollo óptimo de un mercado bursátil. El mercado de dinero es el primero, mientras el mercado de renta fija y de renta variables es la segunda principal.

²⁴ Lakdawalla, D. y Zanjani, G. (2006). *Catastrophe Bonds, Reinsurance, and the Optimal Collateralization Risk-Transfer*. Working paper 12742. National Bureau of Economic Research.

²⁵ Los autores hacen referencia a la disponibilidad de las garantías y su fácil enajenación.

ingresos del Estado en 2009, es decir, los inversionistas son reacios a comprar estos títulos debido a temores de impago por la débil situación financiera del gobierno central.

Cuando se deben afrontar obligaciones financieras de corto plazo, los reportos son utilizados por los bancos del sistema supervisado, principalmente como herramienta para cubrir fluctuaciones en el encaje; este mercado mantuvo un crecimiento promedio de 49.2% de 2006 a 2009. Como garantía se hace uso principalmente de títulos nacionales públicos y privados, y marginalmente de negociaciones hechas fuera del horario de funcionamiento de la bolsa en forma directa por las entidades financieras. Conviene destacar que por el tipo de instrumento, es improbable que exista un profundo mercado secundario, dada la poca liquidez y que las emisiones de reportos son de corto plazo.

Cuadro 3
Monto total de emisión de reportos
Millones de quetzales
Periodo: 2006 -2009

Garantías	2006	2007	2008	2009
Títulos Nacionales	74,186.77	78,930.66	71,286.46	96,780.69
Pactos (operaciones realizadas después de las 16:00 hrs)	2,042.55	6,436.32	2,813.02	2,002.49
Total	76,229.32	85,366.98	74,099.48	98,783.18

Fuente: elaboración propia con datos del BANGUAT.

El cuadro tres refleja el total de montos de emisiones de reportos y la tendencia de los últimos cuatro años hacia el alza. Aunque no se dispone de información sobre las cantidades totales de reportos realizados, es probable que responda a un incremento en las emisiones y los montos por cada instrumento.

Asimismo, como lo propone Edwards (1986)²⁶ el incremento de los reportos sugiere la creciente importancia del sistema financiero en la economía nacional.

Finalmente, por la naturaleza de las emisiones, existen ventajas y similitudes que pueden influir en la toma de decisiones de los inversionistas, usualmente llamada asignación de activos. Los bonos gubernamentales revisten menor riesgo de impago, mayor facilidad de comprensión y sencillez de cálculo de rentabilidad para las entidades interesadas en su compra. Sin embargo, los depósitos a plazo del BANGUAT son particularmente sensibles a cambios en la tasa de interés, ya que no realizan pagos de cupón ni de amortización de capital antes de la fecha de vencimiento. Mientras tanto, las emisiones privadas publicadas en la página de Internet de la Bolsa de Valores Nacional tenderían a ofrecer mayores rentabilidades y superiores niveles de riesgos; empero, están menos expuestas a cambios en las tasa de interés.

No obstante que las operaciones realizadas en el mercado secundario muestran algún volumen, la evolución de éste todavía no alcanza niveles importantes, influido por varios factores a saber: desconocimiento por parte de los actores del mercado financiero; falta de información suficiente para cimentar la confianza en los títulos negociados, especialmente los emitidos por entes privados; débil divulgación de las características y ventajas que podría representar para los agentes económicos como fuente para la obtención de réditos. Desde el punto de vista de la política monetaria, se hace necesario el fortalecimiento de este mercado como instrumento de transmisión de los efectos de dicha política, particularmente en cuanto al objetivo de mantener ancladas las expectativas de inflación, única variable para la cual el BANGUAT fija metas anuales.

²⁶ Edwards, S. (1985). *The pricing of Bonds and Bank loans in International Markets: An Empirical Analysis of Developing Countries' Foreign Borrowing*. Working paper 1689. National Bureau of Economic Research.

4.2 En moneda extranjera

Derivado de la Ley de Libre Negociación de Divisas²⁷ el sistema financiero tiene la ventaja para disponer, tener, contratar, comprar y vender monedas de otras denominaciones que no sea la nacional. Asimismo, las empresas tienen la opción de emitir deuda en el mercado de capitales en moneda extranjera; la utilización de este tipo de instrumentos se justifica en la necesidad de realizar pagos y ventas en la divisa respectiva. En este sentido, las firmas que realizan actividades de comercio internacional y/o manejan flujos de capital hacia el extranjero tienen incentivos para el uso de divisas para necesidades de financiamiento.

Hace algún tiempo, la Bolsa de Valores Nacional realizó operaciones de venta de divisas a futuro, sin embargo, fueron suspendidas después de un tiempo relativamente corto.

Ante tales características, en la Bolsa de Valores Nacional hay emisiones en dólares para financiamiento de actividades productivas de entidades privadas en el mercado primario para el período de 2006 a 2009. Cabe señalar que solamente existen emisiones de carácter privado, lo que sugiere que las emisiones de la deuda pública en moneda extranjera son principalmente colocadas en los mercados internacionales, con la intermediación de una entidad financiera del exterior.

²⁷ Decreto 94-2000 del Congreso de la República de Guatemala.

Cuadro 4
Volumen total de negociación del mercado primario en títulos
expresados en moneda extranjera
Miles de dólares
Periodo: 2006 – 2009

	2006	2007	2008	2009
Emisiones Privadas	7,008.00	9,267.00	4,345.50	7,704.50
Emisiones Públicas				
colocadas en licitaciones ²⁸	0.00	0.00	0.00	0.00
Emisiones Públicas (corros)	0.00	0.00	0.00	0.00
Total	7,008.00	9,267.00	4,345.50	7,704.50

Fuente: elaboración propia con datos del BANGUAT.

Para las emisiones privadas y públicas el mercado secundario es beneficioso porque flexibiliza las decisiones a los inversionistas en la adquisición de títulos. Es pertinente indicar que las emisiones públicas son las que tienen mayor peso relativo, lo que impulsa el crecimiento de las transacciones privadas. En el caso específico de las emisiones públicas, es de vital importancia acotar que es probable que entidades financieras nacionales adquieran los certificados en el extranjero dentro del mercado primario y luego los vendan a inversionistas nacionales en el mercado secundario de valores, lo que explica la existencia aunque mínima del mercado secundario y la ausencia del primario.

Una de las ventajas que implícitamente caracterizaban a las emisiones en dólares era la relativa estabilidad del tipo de cambio del quetzal respecto al dólar: los inversionistas interesados en comprar los títulos emitidos en moneda extranjera incurrieron en poco riesgo cambiario y adquirirían mayor capacidad de superar la inflación expresada en esa moneda. Mientras tanto, los emisores tuvieron menores costos financieros; sin embargo, la crisis y el cambio de regla de intervención del BANGUAT ocasionaron que estas características fueran menos atractivas, ya que la volatilidad del tipo de cambio se incrementó.

²⁸ Aunque no existen títulos públicos en emisión de moneda extranjera, éstos reconocen que han dejado de ser prioritarios en la política económica del gobierno.

Cuadro 5
Volumen de negociación del mercado secundario en títulos
expresados en moneda extranjera
Miles de dólares
Periodo: 2006 – 2009

Clases de títulos	2006	2007	2008	2009
Privados	1,373.35	0.00	522.37	12,649.05
Públicos	5,450.37	26,651.66	53,788.71	141,286.76
Total	6,823.73	26,651.66	54,311.08	153,935.82

Fuente: elaboración propia con datos del BANGUAT.

Por su parte, las emisiones de reportos con títulos expresados en moneda extranjera mostraron un crecimiento de 12.2% en promedio, desde el año 2006 hasta 2009, principalmente explicado por las emisiones realizadas en 2007, cuando experimentaron un mayor crecimiento con relación a los otros años. Al igual que el mercado en moneda nacional, las operaciones de reporto con garantías de títulos en moneda nacional son las de mayor peso relativo.

Cuadro 6
Valor de negociaciones en el mercado de reportos
Miles de dólares
Periodo: 2006 – 2009

Garantías	2006	2007	2008	2009
Títulos Nacionales	2,207,550.03	3,966,730.51	3,108,740.53	3,159,430.62
Pactos (Operaciones realizadas después de las 16:00 hrs.)	168,996.35	320,117.66	296,756.08	203,303.06
Total	2,376,546.39	4,286,848.17	3,405,496.61	3,362,733.69

Fuente: elaboración propia con datos del BANGUAT.

Por último, aquellos inversionistas que desean adquirir títulos en emisiones de títulos en moneda extranjera tienen la ventaja de incrementar su probabilidad de protegerse de la inflación, a fin de tener retornos positivos en términos reales. No obstante, incurren en un riesgo cambiario por la volatilidad en los mercados internacionales, factor adicional a los riesgos en moneda nacional.

5. Conclusiones

1. La situación general del mercado bursátil nacional se refleja fundamentalmente en su dependencia de las emisiones gubernamentales y en que los títulos transados son esencialmente de renta fija. De esta manera, la infraestructura disponible es utilizada en mayor medida por el MINFIN y el BANGUAT con relación a las entidades y/o empresas con necesidades de financiamiento. Ante tales características, existe un mercado incipiente con grandes oportunidades de desarrollarse, en la medida que la legislación sea actualizada a las necesidades de los participantes: un mayor nivel de sofisticación de los títulos emitidos; incremento en la cultura financiera de los agentes económicos; motivación de interés del público en general por participar en las cuestiones bursátiles. El resultado principal sería el estímulo a los inversionistas institucionales a incursionar en mayores productos y mejores condiciones de financiamiento para las empresas emisoras.
2. Las características del marco jurídico responden al nivel de sofisticación del mercado actual y dada su reciente entrada en vigencia, podría advertirse que no hay urgencia para hacerle reformas sustanciales. Sin embargo, con vistas a fomentar el desarrollo del mercado de capitales a largo plazo y previendo los niveles de sofisticación que

podría alcanzar, es indispensable mejorar la legislación en términos de acceso a la información y fiscalización de los participantes de la bolsa. De esta manera, se estimularía la confianza en los inversionistas y ampliaría el campo para las investigaciones formales de los títulos emitidos. Asimismo, se debe crear un manual de emisión para futuras entidades interesadas que no estén familiarizadas con los temas bursátiles.

3. Existen debilidades en la supervisión y fiscalización de los participantes del mercado de valores y mercancías, específicamente en el acceso de información, penalización del uso de información privilegiada y alertas sobre entidades ilícitas que pretenden hacerse pasar por intermediarios. Asimismo, es indispensable la reforma de la actual ley de mercado de valores y mercancías que contemple la creación de una superintendencia autónoma bajo la supervisión de la Junta Monetaria para hacer fiscalizar y supervisar a las entidades que participan para contribuir a la generación de un clima de seguridad para los inversionistas institucionales e individuales.
4. Los títulos negociados en la Bolsa de Valores Nacional no tienen mayores niveles de complejidad, dado que son de renta fija con cupón fijo o cupón cero. Efectivamente, las características de las emisiones de Gobierno Central y el BANGUAT han facilitado que se comprenda el manejo de la colocación de los títulos que emiten a través de las licitaciones; es decir que, los títulos gubernamentales representan un estímulo para las emisiones corporativas por la confianza generada en los inversionistas y el fortalecimiento de la cultura financiera nacional. No obstante, uno de los principales obstáculos es la ausencia de una estructura de tasas de interés por plazos definida, que dificulta seriamente la valoración de los bonos,

incluido su rendimiento, para que los inversionistas puedan identificar el momento oportuno para obtener la rentabilidad deseada.

5. Las características de las emisiones del BANGUAT benefician a las entidades financieras como refugio temporal de sus excedentes de liquidez y para diversificar el riesgo de su portafolio de inversiones, además de que les permite planificar sus estrategias de inversión para un período determinado. Empero, son particularmente sensibles a cambios en la tasa de interés, lo que aumenta su volatilidad de cotización y minimiza la posibilidad de diversificación de una cartera. Entretanto, los bonos corporativos tienden a ser más expuestos a riesgos de impago, pero son menos sensibles a cambios en las tasas de interés y ofrecen generalmente mayores rendimientos que los valores públicos.
6. Las principales limitantes para un mejor funcionamiento del mercado bursátil son: el nivel de liquidez, debilidades en el marco jurídico, desarrollo de la cultura financiera guatemalteca, poca información accesible en el Registro de Valores del Ministerio de Economía y la que emana de la única bolsa de valores que opera actualmente en el país, así como escasa apertura de las entidades privadas para ofrecer su capital accionario a las cotizaciones en bolsa. Por lo tanto, se limita el desarrollo de técnicas objetivas de valoración de emisiones públicas y privadas que indican en qué momento es financieramente viable comprar o vender los títulos cotizados.

VI. Bibliografía

Alexander, G.; Sharpe, W; y Bailey, J. (2001). *Fundamentos de inversiones, teoría y práctica*. 3a. ed. Pearson, Prentice hall.

Blair, P. y Lombard P. (2003). *Domestic Capital Market Reform and Acces to Global Finance: Making Matket Work*. Working Paper 10064. National Bureau of Economic Research.

Bordo, M. y Dewald, W. (2001). *Bond Market Inflation Expectations in Industrial Countries: Historical Comparisons*. Working paper 8582. National Bureau of Economic Research.

Bordo, M.; Dueker, M. y Wheelock, D. (2008). *Inflation, Monetary Policy, and Stock Market Conditions*. Working paper 14019. National Bureau of Economic Research.

Broner, F.; Martin, A. y Ventura, J. (2007). Sovereing risk and secondary market. Working paper, 12783. National Bureau of Economic Research.

Chen, L. y Zhang, L. (2009). *The Stock Market and Aggregate employment*. Working paper 15219. National Bureau of Economic Research.

Edwards, S. (1985). *The Pricing of Bonds and Bank Loans in International Markets: An Empirical Analysis of Developing Countries' Foreign Borrowing*. Working paper 1689. National Bureau of Economic Research.

Galicia, Marta. (1993). *Integración de los Mercados de Valores de los países centroamericanos*. Programa de apoyo al desarrollo de la integración de Centroamérica (PRADUC).

Hull, J. (2002). *Introducción a los Mercados Futuros y Opciones*. 4ª ed. Pearson, Prentice Hall.

Kane, A. y Ki Lee, Young. (1983). *The Forecasting Ability of Money Market Fund Manages and its Economic Value*. Working paper 1243. National Bureau of Economic Research.

Lakdawalla, D. y Zanján, G. (2006). *Catastrophe Bonds, Reinsurance, and the Optimal Collateralization Risk-transfer*. Working paper 12742. National Bureau of Economic Research.

Marín, J. y Rubio, G. (2005). *Economía financiera*. 4ª ed.. Antoni Bosch editor.

Matalí, V. (2004). *Valoración de bonos corporativos con negociación poco frecuente*. Trabajo de investigación de programa de doctorado en finanzas cuantitativas. Madrid, España.

Stiglitz, J. (2001). *Principles of Financial Regulation: A Dynamic Approach*. The World Bank Observer, 16(1), pp. 1-18.



**Asociación de Investigación
y Estudios Sociales**

**Apartado Postal 1,005 A
Ciudad de Guatemala,
Guatemala, C.A.**

**Publicación registrada
en la Dirección General
de correos de Guatemala,
como correspondencia
de segunda clase,
bajo el No. 2660**



**PORTE
PAGADO**



ISBN: 978-9929-8011-3-4
9 789929 180113 4