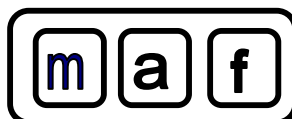


**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



*Fundada en 1995*



**“PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO POR LA INTEGRACIÓN  
BURSÁTIL DE EL SALVADOR Y PANAMÁ.”**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

**ANGEL GIOVANNI CERRITOS  
IDANIA LISSETH CASTRO BLANCO**

PARA OPTAR AL GRADO DE

**MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

ENERO DE 2017

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

## UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



### AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR INTERINO : LIC. JOSÉ LUIS ARGUETA ANTILLÓN  
SECRETARIA GENERAL INTERINA : DRA. ANA LETICIA ZAVALETA DE AMAYA

### AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : LIC. NIXON ROGELIO HERNÁNDEZ VÁSQUEZ  
VICEDECANO : LIC. MARIO WILFREDO Crespín ELÍAS, MSc  
SECRETARIA : LICDA. VILMA MARISOL MEJÍA TRUJILLO  
ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ  
TRIBUNAL EXAMINADOR : LIC. JUAN VICENTE ALVARADO RODRÍGUEZ, MSc  
: LIC. VÍCTOR RENÉ OSORIO AMAYA, MSc  
: LIC. JONNY FRANCISCO MERCADO CARRILLO, MAF

ENERO DE 2017

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

## **RESUMEN**

En Centroamérica en el año 2015, después de 9 años de intentos de integración de las bolsas regionales, se formalizó en la reunión anual de Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), realizada en la ciudad de Panamá, la firma del convenio de integración Bursátil de las Bolsas de Valores de El Salvador y Panamá, con el que amplían las posibilidades para emisores e inversionistas.

Ante la integración en referencia; existen perspectivas por parte de los participantes del mercado bursátil de El Salvador, como son la Bolsa de Valores de El Salvador, Central de Depósitos de Valores (CEDEVVAL), las Casas Corredoras de Bolsa; emisores e inversionistas en general.

Esta investigación cualitativa trata sobre las expectativas de los involucrados en operaciones bursátiles de El Salvador; por lo que se seleccionan 7 profesionales relacionados a los 6 participantes en Bolsa de Valores, como muestra; teniendo el desarrollo de la entrevista como instrumento de investigación.

El análisis de los datos es temático; ya que se categorizan y analizan los testimonios de los entrevistados, y posteriormente se organizan y procesan para la presentación ordenada de los resultados; los cuales muestran que los participantes sí poseen perspectivas de crecimiento en las operaciones de bolsa de valores ante la integración de los mercados bursátiles de El Salvador y Panamá.

# ÍNDICE

RESUMEN.....	iii
ÍNDICE.....	iv
ÍNDICE DE TABLAS Y FIGURAS.....	vi
INTRODUCCIÓN.....	1
Capítulo I. Planteamiento del problema.....	2
<b>1.1. Antecedentes.....</b>	<b>2</b>
<b>1.2. Definición del problema.....</b>	<b>4</b>
<b>1.3. Pregunta de Investigación.....</b>	<b>6</b>
<b>1.4. Objetivos de la Investigación.....</b>	<b>6</b>
<b>1.4.1. Objetivo General:.....</b>	<b>6</b>
<b>1.4.2. Objetivos Específicos:.....</b>	<b>6</b>
<b>1.5. Justificación.....</b>	<b>7</b>
<b>1.6. Beneficios Obtenidos.....</b>	<b>8</b>
<b>1.7. Delimitación y limitaciones de la investigación.....</b>	<b>9</b>
Capítulo II. Marco Teórico.....	10
<b>2.1. Introducción.....</b>	<b>10</b>
<b>2.2. Características de los mercados de valores de El Salvador y Panamá.....</b>	<b>10</b>
<b>2.3. Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), Características, Ventajas, Desventajas, Normativa sobre Dividendos.....</b>	<b>15</b>
<b>2.3.1. Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).....</b>	<b>15</b>
<b>2.3.2. Características del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).....</b>	<b>16</b>
<b>2.3.3. Ventajas y Desventajas.....</b>	<b>17</b>
<b>2.3.4. Normativa sobre Dividendos y Ganancia de Capital.....</b>	<b>19</b>
<b>2.4. Operadores Remotos.....</b>	<b>21</b>
<b>2.5. Actualidad en el proceso de integración de valores El Salvador - Panamá.....</b>	<b>26</b>
Capítulo III. Metodología de la Investigación.....	27
<b>3.1. Introducción.....</b>	<b>27</b>

<b>3.2. Enfoque Metodológico.</b>	27
<b>3.3. Participantes del Estudio.</b>	29
<b>3.3.1. Características de los Participantes.</b>	29
<b>3.3.2. Población.</b>	29
<b>3.4. Método de Recolección de Datos.</b>	31
<b>3.5. Procedimiento de la Investigación.</b>	31
<b>3.5.1. Planificación.</b>	31
<b>3.5.2. Análisis de los Datos.</b>	32
Capítulo IV. Presentación de Resultados	34
<b>4.1. La integración bursátil como oportunidad de atraer mayor inversión Panameña a El Salvador.</b>	35
<b>4.2. Condiciones de Negociación.</b>	37
<b>4.3. Riesgo para las Inversiones Salvadoreñas.</b>	40
<b>4.4. Oportunidades de potenciar los mercados Primario y Secundario en El Salvador.</b>	42
<b>4.5. Perspectivas de la integración bursátil de Panamá y El Salvador ante la integración de bolsas.</b>	45
<b>4.6. Opiniones de los entrevistados sobre el aumento de las operaciones de valores de El Salvador.</b>	47
<b>4.7. Resultados Consolidados.</b>	50
Capítulo V. Conclusiones y Recomendaciones	51
<b>5.1. Conclusiones.</b>	51
<b>5.2. Recomendaciones.</b>	53
Referencias	55
Apéndice 1.	58

## ÍNDICE DE TABLAS Y FIGURAS

<b>Tabla 1.</b> Volumen de Negociación expresados en US\$ millones y crecimientos de la Bolsa de Valores de El Salvador 2010-2015. ....	5
<b>Tabla 2.</b> Capitalización Bursátil por Sector Económico, año 2015.....	11
<b>Tabla 3.</b> Montos negociados por tipo de mercado, expresados en US\$ millones. ....	11
<b>Tabla 4.</b> Montos negociados por tipo de mercado, expresados en porcentajes.....	12
<b>Tabla 5.</b> Montos negociados por tipo de valor, expresados en US\$ millones. ....	14
<b>Tabla 6.</b> Participación de acciones extranjeras en bolsa local. expresados en US\$ millones y porcentajes.....	14
<b>Tabla 7.</b> Montos negociados por valores de Renta Fija, expresados en US\$ millones. ....	15
<b>Tabla 8.</b> Población de estudio. ....	30
<b>Tabla 9.</b> La integración bursátil como oportunidad de atraer mayor inversión extranjera. ....	36
<b>Tabla 10.</b> Condiciones de negociación. ....	38
<b>Tabla 11.</b> Riesgo por disminución de Inversiones hacia títulos de El Salvador. ....	41
<b>Tabla 12.</b> Oportunidades de potenciar mercado primario y secundario tras la integración. ....	43
<b>Tabla 13.</b> Beneficios para las entidades involucradas en las operaciones de Bolsa tras la integración bursátil.....	45
<b>Tabla 14.</b> Aumento de las operaciones de valores de El Salvador. ....	48
<b>Tabla 15.</b> Perspectivas consolidadas. ....	50

## INTRODUCCIÓN

En el trabajo se plantean las perspectivas de los participantes del mercado bursátil salvadoreño ante la integración de bolsa de valores con Panamá, obtenidas del desarrollo de entrevistas, así como las conclusiones derivadas del análisis de los resultados. En el primer capítulo se encuentran los antecedentes de La Bolsa de Valores en El Salvador, la definición del problema de investigación; es decir la situación observada actualmente respecto a la integración bursátil de Panamá y El Salvador, además la pregunta de investigación con sus objetivos.

En el segundo se plantea todo lo relacionado al marco teórico y conceptual; las características de los mercados de valores de El Salvador y Panamá, se incluyen definiciones utilizadas en el documento de investigación; y para facilitar el entendimiento del tema se da a conocer el Mercado Integrado Latinoamericano MILA, que consiste en la integración de bolsas de valores de Chile, Perú, Colombia y México; sus características, ventajas y desventajas.

En el tercer capítulo se describe la metodología de la investigación utilizada, las características de la población y muestra; así como la guía de entrevista como herramienta de investigación.

El cuarto contiene los resultados obtenidos del desarrollo de la herramienta de investigación, con los respectivos análisis, y se responde la pregunta de investigación

Para finalizar en el capítulo quinto se encuentran las conclusiones producto de la investigación realizada.

## **Capítulo I. Planteamiento del problema**

### **1.1. Antecedentes.**

Al consultar la reseña histórica de la Bolsa de Valores de El Salvador contenida en su página Web se destaca la siguiente información relevante al tema de investigación; existen referencias desde los años 60, pero no es hasta Abril de 1992 que la Bolsa de Valores inicia operaciones tomando así un papel muy importante en el ámbito nacional, cuyo objetivo fue permitir la negociación de instrumentos financieros entre empresas y accionistas, de tal forma se logre subsanar la necesidad de financiamiento e inversiones de los excedentes de recursos de la economía Salvadoreña.

El crecimiento de la Bolsa de Valores se dio en conjunto con la inclusión de otras instituciones relacionadas a las operaciones de Bolsa; en 1994 entra en vigencia la Ley de Mercado de Valores; en el mismo año se crea la Central de Depósitos de Valores (CEDEVAL), pero no entra en operaciones hasta 1998 con el propósito de brindar seguridad a los inversionistas nacionales recibiendo en depósito, valores para su custodia y administración. Junto con la creación de la Bolsa de Valores y el establecimiento de la Ley de Mercado de Valores se involucran las Casas Corredoras de Bolsa llamadas también facilitadores; ya que son las que realizan las operaciones de compra y venta en el Mercado Bursátil en representación de sus clientes. Todas estas instituciones en conjunto con las Calificadoras de Riesgo, empresas titularizadas de valores así como los emisores, e inversionistas en general son los que permitieron el inicio de operaciones y funcionamiento de la Bolsa de Valores de El Salvador.



En 1999 se dio un primer avance en el proceso de integración bursátil, en este año se permitió la inscripción de títulos valores de la región Centroamericana al mercado local, esto conllevó a que en el 2001 en cooperación con las Casas Corredoras de Bolsa y la CEDEVAL se realizaron reformas a la Ley de Mercado de Valores con el propósito de facilitar las negociaciones de títulos valores extranjeros, esto permitió a la Bolsa de Valores de El Salvador realizar operaciones de compra y venta de títulos valores emitidos en otros países.

En Agosto del 2007 se obtuvo un nuevo logro en el proceso de integración de los Mercados de Valores de Centroamérica, fueron las repúblicas de Panamá, Costa Rica y El Salvador las que vieron la necesidad de crear un mercado más amplio y dinámico, a raíz de esto nace la Alianza de Mercados de Centroamérica (AMERCA), esta iniciativa fue apoyada por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el mercado OMX de Suecia. El modelo de AMERCA se basó en un sistema de negociación común entre los países sin la necesidad de unir las Bolsas de Valores, dicho acuerdo de integración no se cumplió; sin embargo mostró la necesidad de crear un mercado de valores regional, hecho que se concretizó en su totalidad en el año 2014 con una reforma a la Ley de Mercado de Valores que permitió igualar las condiciones entre los países de El Salvador y Panamá.

Finalmente en el año 2015, después de 9 años de intentos de integración de las bolsas regionales, se formalizó en la reunión anual de Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), realizada en la ciudad de Panamá, la firma del convenio de integración Bursátil de las Bolsas de Valores de El Salvador y Panamá. Con este convenio se busca

dar nuevas opciones de financiamiento a inversionistas de ambos países, uniendo los más de 400 instrumentos financieros que ofrece el mercado bursátil Panameño y permitiendo ampliar el abanico de posibilidades para emisores e inversionistas. Lo único que se necesita para invertir en el extranjero es contactar una Casa Corredora de Bolsa autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero para negociar valores extranjeros. Una vez haya concluido el proceso de integración bursátil, para ambos países se incluirá la figura de Operadores Remotos, es decir, que las Casas Corredoras de Bolsa podrán realizar operaciones de compra y venta dictadas por sus clientes directamente en las Bolsas de Valores de ambos países.

## **1.2. Definición del problema.**

La Bolsa de Valores de El Salvador ha demostrado un crecimiento irregular en los últimos años, esto es evidente en los montos negociados a partir del año 2010 al 2015. Ver (tabla 1). Y la limitada cantidad de títulos disponibles, reduciendo la diversificación en las inversiones y la competitividad de las Casas Corredoras de Bolsa.

**Tabla 1.** Volumen de Negociación expresados en US\$ millones y crecimientos de la Bolsa de Valores de El Salvador 2010-2015.

Año	Montó negociado	Crecimiento%
2011	US\$3,557	37.34%
2012	US\$3,418	-3.91%
2013	US\$3,229	-5.53%
2014	US\$3,597	11.40%
2015	US\$3,816	6.09%

Fuente: Estadísticas Bolsa de Valores de El Salvador.

En el año 2015, la Bolsa de Valores de El Salvador alcanzo para disposición de inversionistas un total de 279 títulos y se logró un volumen de negociación de US\$3,816 millones, esto generó la necesidad de aumentar los valores de negociación, brindar mayor cantidad de instrumentos a los inversionistas y por ende dar ampliación a los mercados bursátiles en los próximos años, el resultado fue el convenio de integración de ambas Bolsas de Valores de la región. El Salvador y Panamá son los primeros países de Centroamérica que toman la decisión de integrar sus Bolsas, esto implicaría el contar con un total de más de 700 instrumentos financieros; de igual manera se esperaría sumar a los montos negociados de El Salvador un promedio de US\$5,200 millones equivalente al valor de cierre de la Bolsa de Valores de Panamá en el 2015. Esto sin tomar en cuenta las sinergias que puedan darse debido al atractivo de mercado para inversionistas extranjeros, en el caso que las hubiese.

### **1.3. Pregunta de Investigación.**

¿Existen perspectivas de crecimiento de las operaciones bursátiles para los participantes del mercado de valores con la integración de las bolsas de El Salvador y Panamá?

### **1.4. Objetivos de la Investigación.**

Los objetivos alcanzados en el desarrollo de esta investigación son los siguientes:

#### **1.4.1. Objetivo General:**

Determinar las perspectivas de crecimiento en las operaciones bursátiles de los participantes involucrados en el mercado de valores ante el proceso de integración de las bolsas de El Salvador y Panamá.

#### **1.4.2. Objetivos Específicos:**

- Comprender el significado de Integración Bursátil y las causas que la generan, mediante la revisión de documentos, periódicos, y sitios web.
- Indagar sobre los participantes en el Mercado de Bolsa de Valores de El Salvador y los Instrumentos bursátiles utilizados.
- A partir de la herramienta de investigación; conocer las obligaciones, procesos y tecnologías con las que debe contar El Salvador para completar la fase de integración de ambas bolsas.

- Determinar mediante el análisis de datos las condiciones de negociación de El Salvador para extranjeros y si estas son favorables para el aumento de la inversión y operaciones bursátiles.

### **1.5. Justificación.**

El desarrollo de la investigación determinó las perspectivas de los participantes del mercado relacionados con las transacciones bursátiles de El Salvador y Panamá; conociendo el mecanismo operacional actual de ambos países, y el que se tendría en un mercado integrado.

La investigación arrojó un panorama de los beneficios obtenidos y dificultades con los que se enfrentan los participantes del mercado de valores al concluir el proceso de integración entre ambas bolsas, estas se presentan en el capítulo IV de acuerdo al análisis de resultados de entrevistas sobre las expectativas de los participantes, lo que contribuye a conocer si se tendrá una disminución en la autonomía bursátil al unirse las Bolsas de Valores de ambos países.

Se conocieron los procesos y procedimientos de las operaciones bursátiles, con énfasis en los aspectos cualitativos, como la eficiencia en que se realizan las transacciones, rápido acceso a la información, requisitos para invertir; relacionándolos con los esperados por los participantes del mercado, esto servirá de base para determinar si la Integración Bursátil entre El Salvador y Panamá, contribuirá a mejorar las condiciones actuales.

El papel de los involucrados en las transacciones en Bolsa de Valores, contribuyeron a indagar sobre las condiciones de operación esperadas en cada país, al integrarse El Salvador y Panamá, concluyendo con la información recolectada y analizada si dicha figura cumple las perspectivas de crecimiento de inversiones de los participantes del mercado.

#### **1.6. Beneficios Obtenidos.**

En el presente trabajo se dió a conocer las perspectivas que traerá la integración bursátil entre los países de El Salvador y Panamá, orientando la temática hacia los beneficios perceptibles para los participantes relacionados a inversiones.

Se conocieron los participantes en la Bolsa de Valores de Panamá, y El Salvador, y los instrumentos financieros que intervienen, indagando sobre el mecanismo de operaciones bursátiles en forma integrada.

Se presentó en el contenido del documento una comparación de los beneficios y dificultades actuales de invertir en Panamá y El Salvador, y los que se obtendrían en un mercado integrado, y si aumentaría el número de transacciones.

Se constató si las condiciones cualitativas de inversión como la eficiencia, eficacia, tiempo de realización de las transacciones; serán modificadas al contar con un mercado bursátil integrado, y si este abona al cumplimiento de las perspectivas esperadas por los participantes del mercado.

### **1.7. Delimitación y limitaciones de la investigación.**

La investigación se llevó a cabo en el período de cinco meses que corresponden de Febrero a Junio del 2016.

Con este trabajo no se establecen modelos económicos para determinar el beneficio que se pueda obtener con una integración bursátil, más bien se trata de explicar cuáles son las perspectivas desde el punto de vista de los participantes del mercado relacionados a la inversión en Bolsa de Valores.

Las limitaciones de la investigación son la contraparte de la información de la Bolsa de Valores de Panamá, por la distancia; ya que no es factible una estadía en dicho país durante el periodo de estudio. La información a la que se tiene acceso es a nivel remoto y que está disponible por los organismos reguladores de Panamá en sus sitios web, la cual no está del todo actualizada.

La investigación sobre las perspectivas de los participantes en el Mercado de Valores ante la integración de Panamá y El Salvador, se realizó mediante el desarrollo de entrevistas a los participantes involucrados en operaciones de bolsa en El Salvador.

La información recolectada fue analizada para determinar si serán cumplidas las expectativas de los participantes del mercado, en ambos países.

## **Capítulo II. Marco Teórico**

### **2.1. Introducción.**

A continuación se presentan las bases de la investigación realizada que sustentan este trabajo, primero se busca dar explicación sobre el concepto de integración de mercados bursátiles, un tema que como se revisó en los antecedentes no es nuevo en El Salvador; ya que se ha buscado implementar desde 2007 y hasta inicios del 2016 aún no ha logrado implementarse; otro punto a tomar en cuenta en este capítulo es la existencia de los operadores remotos y su función en el mercado de valores local; así como determinar beneficios y limitaciones con las que se enfrentó la Bolsa de Valores de El Salvador. Por último se busca estudiar el ejemplo más cercano a la región Centroamericana, el caso de Latinoamérica, que con base a esa experiencia se trata de dar a conocer el funcionamiento de un mercado integrado.

### **2.2. Características de los mercados de valores de El Salvador y Panamá.**

Las bolsas de valores de El Salvador y Panamá se han caracterizado por ser un sistema donde las instituciones financieras y de seguros conforman la mayor parte de capitalización bursátil de sus bolsas dentro del mercado de renta variable; es decir, es el principal sector económico por valor en acciones en ambas bolsas. Ver (tabla 2).



**Tabla 2. Capitalización Bursátil por Sector Económico, año 2015.**

País	Banca Finanzas y Seguros	Agropecuario	Retail	Comunicación y Tecnología	Otros
El Salvador	93.50%	-	-	3.36%	3.14%
Panamá	88.89%	1.01%	2.02%	5.05%	3.03%

Fuente: Estadísticas Bolsa de Valores de El Salvador.

En las Bolsas de Valores de El Salvador y Panamá todas las operaciones se realizan en 3 tipos de mercado: primario, secundario y reportos; de estas plazas únicamente se separan el mercado accionario local y las operaciones internacionales; a su vez los instrumentos que se transan son considerados de renta variable o renta fija; por último se clasifica cada instrumento por su origen, estos pueden ser emitidos en el mercado local o ser valores extranjeros. Ver (tabla 3).

**Tabla 3. Montos negociados por tipo de mercado, expresados en US\$ millones.**

Tipos de Mercado	El Salvador		Panamá	
	2015	2014	2015	2014
Primario	US\$413	US\$805	US\$3,401	US\$3,389
Secundario	US\$271	US\$309	US\$1,512	US\$1,636
Reportos	US\$2,963	US\$2,072	US\$333	US\$231
Acciones locales	US\$6	US\$7	-	-
Operaciones Internacionales	US\$168	US\$401	-	-

Fuente: Estadísticas Bolsa de Valores de El Salvador y Panamá.

El mercado primario es aquel donde se transan todas las operaciones de valores emitidos por primera vez; es decir pasan directamente del emisor hacia el inversionista, acá se encuentra una gran diferencia entre ambos países, ya que para la bolsa Panameña

se convierte en su principal mercado por montos negociados; y en El Salvador viene decreciendo en comparación del 2014. Ver (tabla 4).

Por otra parte se tienen los valores negociados en el mercado secundario, donde son transferidos los valores entre inversionistas, es una re-venta que se realiza antes de la fecha de vencimiento del título. Para la bolsa local este mercado representó el 7.5% al cierre del 2015. Ver (tabla 4); en ambos mercados bursátiles se encuentra en el segundo lugar por montos negociados, sin tomar en cuenta las operaciones internacionales ni las acciones locales en el caso de El Salvador.

El mercado de reportos es el más significativo para la bolsa de valores local, ya que la característica principal de estos instrumentos consiste en otorgar plazos que varían de 2 a 45 días convirtiéndolo en una fuente de financiamiento e inversión líquida para emisores e inversionistas a corto plazo. Ver (tabla 4). Al comparar las bolsas de ambos países se puede determinar que operan en mercados idénticos por su clasificación; sin embargo las características de los mismos difieren en cada uno.

**Tabla 4.** Montos negociados por tipo de mercado, expresados en porcentajes.

Tipos de Mercado	El Salvador		Panamá	
	2015	2014	2015	2014
Primario	10.8%	22.4%	64.8%	64.5%
Secundario	7.1%	8.6%	28.8%	31.1%
Reportos	77.6%	57.7%	6.3%	4.4%
Acciones locales	0.1%	0.2%	-	-
Operaciones Internacionales	4.4%	11.2%	-	-

Fuente: Bolsa de Valores El Salvador y Panamá.

Este comparativo deja entrever que el mayor volumen de negociación en el mercado Panameño se encuentra en las nuevas emisiones, mientras que en El Salvador predomina el acceso de financiamiento a corto plazo por medio de los reportos; esta diferencia entre ambos mercados puede generar ciertas expectativas para las casas corredoras de bolsa de mercado que intervienen en la Bolsa de Valores, entre las cuales se podrían mencionar algunas. Para un inversionista aumentan las opciones de inversión al multiplicar los instrumentos financieros; esto se convierte en mayor diversificación e iguala las condiciones esperadas para un inversor sobre los riesgos y beneficios debido a las posibilidades de crear nuevas carteras de inversión. Los emisores obtienen mayores opciones de financiamiento al poseer un mercado más amplio atrayendo el interés de mayor número de inversionistas extranjeros. En el caso de las casas corredoras de bolsa da mayor gama de instrumentos y carteras de inversión adaptadas al perfil de sus clientes.

Por el tipo de valor, las bolsas bursátiles clasifican los instrumentos transados en ambos países como mercados de renta variable al hablar de las acciones y de renta fija en el caso de los bonos, letras del tesoro, certificados de inversión, papel bursátil, etc. Las acciones son los títulos valores que acreditan a una persona natural o jurídica la propiedad en todo o en parte de una empresa o negocio, y es un medio de financiamiento al ser colocadas en cualquier bolsa de valores. Los títulos de renta fija constituyen un crédito para el emisor y son utilizados para cubrir deudas a diferentes plazos, y pagos por medio de cupones o al vencimiento.

En el caso de las dos plazas bursátiles es evidente que predomina el mercado de renta fija Ver (tabla 5), sobretodo en El Salvador que es el 99% de los títulos transados.

**Tabla 5.** Montos negociados por tipo de valor, expresados en US\$ millones.

Tipo de valor	El Salvador		Panamá	
	2015	2014	2015	2014
Renta Variable	US\$11	US\$25	US\$504	US\$526
Renta Fija	US\$3,805	US\$3,572	US\$4,743	US\$4,730

Fuente: Estadísticas Bolsa de Valores El Salvador y Panamá.

Sin embargo en El Salvador, es el mercado de renta variable el que posee mayor injerencia en los montos extranjeros negociados al cierre del año 2015 (ver tabla 6), aun cuando son 52 sociedades extranjeras listadas sobre 69 locales.

**Tabla 6.** Participación de acciones extranjeras en bolsa local, expresados en US\$ millones y porcentajes.

País	Domiciliados	Extranjeros	Domiciliados	Extranjeros
	(US\$)	(US\$)	(%)	(%)
El Salvador	US\$0.19	US\$10.35	1.80%	98.20%
Panamá	US\$247.39	-	100%	-

Fuente: Estadísticas de las Bolsas de Valores de El Salvador y Panamá

Del total de títulos de renta fija, son los Bonos los instrumentos predominantes por volumen de negociación en la bolsa Panameña representando más del 50% de las operaciones de dicho mercado. Ver (tabla 7), caso contrario en la Bolsa de Valores de El Salvador donde son otros instrumentos como por ejemplo: el papel bursátil, certificados de inversión, letras del tesoro, valores de titularización, etc. Los de mayor volumen de negociación.

**Tabla 7. Montos negociados por valores de Renta Fija, expresados en US\$ millones.**

Tipo de mercado	El Salvador		Panamá	
	2015	2014	2015	2014
Bonos	US\$572	US\$531	US\$2,742	US\$2,368
Otros instrumentos de R.F.	US\$3,233	US\$3,041	US\$2,001	US\$2,362

Fuente: Bolsa de Valores El Salvador y Panamá.

### **2.3. Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), Características, Ventajas, Desventajas, Normativa sobre Dividendos.**

#### **2.3.1. Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).**

En Latinoamérica el proceso de integración de las bolsas se concretó desde el 2009 cuando los países de Chile, Perú y Colombia y posteriormente México deciden integrar su Bolsas a lo que se llama Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), el cual tuvo la finalidad de permitir a inversionistas realizar compras y ventas de títulos valores en los 4 mercados bursátiles por medio de un solo intermediario local, también denominado operador remoto, lo que se tratará en un próximo apartado. Para concretizar este proceso hubo que realizar modificaciones en las legislaciones relacionadas a los mercados de valores y sus involucrados; así como lograr la cooperación de los entes reguladores y principalmente la Superintendencia del Mercado de Valores de Perú (SMV), Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS), Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de los Estados Mexicanos (CNBV), así como los depósitos de valores de los países participantes que componen el mercado regional de títulos de renta variable. La manera de operar se generó por medio de Operadores Remotos mecanismo que será adoptado por El Salvador en el proceso de integración con Panamá.

### **2.3.2. Características del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).**

En Latinoamérica, la integración MILA fue guiada por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) quien dio su apoyo al comité de supervisión conformado por los reguladores de los países miembros (Chile, Perú y Colombia) logrando una supervisión integrada con estándares Internacionales, esta injerencia pretendió dar confianza para los emisores de títulos; debido a que sus capitales se encontrarían en un país extranjero con regulaciones diferentes a la de su país, es decir a pesar que los mercados se encuentran integrados se mantiene la independencia de los mismos. Esta es una de las características más relevantes de MILA, ya que actualmente (México incorporado), cada país aplica sus normativas correspondientes, sin dejar de lado que las transacciones se operan en moneda local.

Los instrumentos financieros son negociados desde los sistemas de cada país, hacia el resto de países, así: en Lima, Perú se tiene el sistema de negociación ELEX, en Santiago, Chile el Telepregon, y en Bogotá, Colombia el STREAM, y en México el NSO MILA, en este trabajo no se tocaron a profundidad el funcionamiento de dichos sistemas, sin embargo, en este espacio únicamente se dan a conocer.

Así mismo se crean nuevas carteras locales fomentando la competencia entre participantes; al utilizar estándares internacionales de tecnología, cada país administra su propio mercado.

A cuatro años de su puesta en marcha, el Mercado Integrado Latinoamericano, MILA, se ha consolidado como la mayor plataforma bursátil de la región. Hasta junio de

2015, su capitalización bursátil alcanzaba US\$ 940 mil millones, contaba con más de 740 empresas listadas y participaban 38 corredores de bolsa con convenios de corresponsalías y 12 fondos mutuos (MILA NEWS, Diciembre 2015).

Esta característica es importante para considerar que la integración bursátil de El Salvador y Panamá no debe ser sinónimo de fusión de los mercados; ya que ninguno pierde su independencia ni autonomía regulatoria. Al mismo tiempo las negociaciones en MILA se hacen por medio de moneda local, facilitando las operaciones internacionales. Esto es irrelevante para El Salvador y Panamá, ya que el dólar Americano es la moneda de curso legal, sin embargo al llevarse a cabo un proceso de integración con otros países de Centroamérica no dolarizadas, es de tomar en cuenta que las transacciones se realizarían con la moneda local donde se realizan las operaciones.

### **2.3.3. Ventajas y Desventajas.**

Entre los beneficios de estar integrados en MILA, para los Emisores de instrumentos se tiene el acceso a mercados con más cobertura bursátil; mayores intereses ganados y reducción en los costos de capital.

Para las casas corredoras de bolsa los mercados serán más competitivos; teniéndose la oportunidad de crear nuevas inversiones.

Teniendo en cuenta que los valores locales listados en las Bolsas de Valores que se incorporan al MILA están regidos por las normativas y leyes de cada país, se requieren reformas en el ámbito económico, financiero y legal estándares para todos sus integrantes, para que todos los inversionistas, emisores y casas corredoras de bolsa

cuenten con las mismas oportunidades de transacciones y bajo las mismas reglas, y contar con políticas de negociaciones internacionales que protejan al inversionista.

Entre algunas de las Ventajas para los participantes del mercado relacionados a transacciones bursátiles, integrados en MILA están:

- a) Fácil acceso a negocios internacionales, no existen barreras para ingresar a negociar instrumentos.
- b) Las casas corredoras de bolsa pueden comprar y vender en cualquier mercado bursátil de países integrantes con monedas locales.
- c) Libre circulación de personas, bienes y servicios, capitales, e instrumentos financieros.
- d) Diversificación de portafolio de inversión local y extranjero, con lo que se reduce el riesgo de inversión.
- e) Reducción de la especulación en el mercado bursátil, evitando la crisis financiera.

Dentro de las Desventajas se tienen:

- a) Los instrumentos financieros van tomando un mismo estándar en cuanto a su operación y su precio, lo que hace que las oportunidades de negociación sean menores, ya que se maneja un mismo margen de riesgo.
- b) La rentabilidad es la misma, no se negocian mejores precios.



#### **2.3.4. Normativa sobre Dividendos y Ganancia de Capital.**

Algunos aspectos normativos considerados importantes dentro de este marco teórico, sobre los países integrantes de MILA son los siguientes:

- a) Las casas corredoras de bolsa están sujetas a los supervisores del país donde están establecidos, y los emisores son supervisados donde se encuentre inscrito el valor del ente supervisor. La negociación se hace conforme a las reglas y normativas del mercado local, las etapas de compensación y liquidación de las transacciones donde están inscritos los valores, y ahí mismo se da la custodia del valor.
- b) En cuanto a liquidación de valores se hace de acuerdo a la normativa fiscal y tributaria de cada país, es decir el tratamiento de los dividendos es de acuerdo al lugar donde se liquide la operación.

Los aspectos más importantes sobre normativa tributaria para Dividendos y Ganancia de Capital en los países integrantes de MILA, según el Marco Legal tomado de su página web, son los siguientes:

##### Dividendos

- Chile: 20% para residentes y no residentes.
- Colombia: 0% sobre dividendos que han pagado impuestos a través del Emisor, 33% sobre dividendos cuyos impuestos no han sido pagados por el emisor.
- México: 0% a 10% para no residentes dependiendo del tratado, o 10% si no hay tratado.

- Perú: 4.1% para no residentes.
- Ganancias de Capital
- Chile: Ganancias de Capital 0% para acciones inscritas en el mercado.
- Colombia: 0% si la venta no supera el 10% de las acciones totales del emisor en el mismo año fiscal.
- México: 0% para no residentes en países con tratado y 10% para no residentes de países sin tratado.
- Perú: 5% sobre el valor total de las ganancias.

Actualmente se está gestionando por parte de miembros de MILA, el contar con supervisores, como por ejemplo la realización del Taller de Trabajo Preparatorio del II Encuentro sobre Integración Financiera en la Alianza del Pacífico, MILA, de fecha 14 de enero de 2016, en Perú, en donde el Viceministro de Economía Enzo Defilippi, manifiesta que se tendrán observadores de diversas partes del mundo lo que demuestra que existe interés de unión bursátil a nivel internacional.

La Alianza del Pacífico se ha convertido en una de las alianzas internacionales más dinámicas del mundo, somos cuatro países que comparten sinergias en sus políticas económicas y financieras, y este año tendremos 50 observadores en la Alianza del Pacífico, lo que demuestra el interés internacional que despierta esta unión (Ministerio de Economía y Finanzas de Perú, 2016).

En cuanto a reformas fiscales de MILA la Ministra de Comercio Exterior y Turismo Magali Silva, expreso que se avanza en el proceso de consolidación e integración de la Alianza del Pacífico, cuya meta es duplicar el comercio entre esas naciones en los próximos años y que el proceso de integración se viene trabajando en diversos ejes como el de intercambio de información fiscal y transparencia pública, en el desarrollo de instrumentos de inversión, de fondos de pensiones y de infraestructura.

El Mercado Integrado Latinoamericano, MILA, constituye un atractivo para algunos países con perspectivas de crecimiento bursátil por las políticas de estabilidad macroeconómica, lo que despierta el interés de algunos países por incorporarse, como es el caso de Brasil, como lo hace notar el presidente de la Bolsa de Valores de Lima, Christian Laud, en la entrevista de fecha jueves, 19 de marzo de 2015, realizada por el periodista Omar Mariluz, denotando lo siguiente:

“Es posible que la bolsa brasileña se pueda integrar al MILA, hay que ver el momento en el que puede ser porque hay que consolidar lo que es el MILA y podría sin ningún problema añadirse a esa expectativa”

(Christian Laud, 2015).

#### **2.4. Operadores Remotos.**

Los operadores remotos se definen como las casas corredoras de bolsa inscritos debidamente en cada uno de los mercados bursátiles; quienes realizan las transacciones con cada Casa Corredora de Bolsa. Para llevar a cabo el proceso de integración estos operadores deben dar acceso tecnológico a las casas corredoras de bolsa extranjeros en

todo el proceso de la operación (negociación, compensación y liquidación); sin embargo tendrán que administrar los riesgos y cumplimientos según la legislación del país donde se registra la operación y su relación será únicamente con la bolsa y las autoridades locales.

Es importante por esto dejar en claro la figura de operadores remotos; ya que se espera que la integración de los mercados de valores de El Salvador y Panamá funcionen bajo este modelo, con esto las Casas Corredoras de Bolsa de ambos países podrán ingresar y negociar remotamente y se registrarán de acuerdo a las leyes donde se realice la operación, debido a esto en Septiembre del 2014 El Salvador aplicó una reforma a su Ley de Mercado de Valores que permitiera su existencia, el cambio se encuentra en el Art. 67 que trata sobre los Intermediarios Bursátiles Extranjeros, en este último artículo habilita a las sociedades extranjeras que quieran operar en la Bolsa de Valores de El Salvador a cuenta de inversionistas no domiciliados previa autorización del ente supervisor. La ley establece lo siguiente:

Las sociedades extranjeras podrán operar en los sistemas de negociación de una bolsa de valores constituida con arreglo a la legislación salvadoreña, por cuenta de inversionistas no domiciliados en El Salvador, previa autorización de la superintendencia. La Superintendencia otorgará la autorización en mención, cuando así le sea solicitado por la sociedad extranjera interesada, a través de la bolsa de valores en la que pretenda operar (...) (Art. 67-A-Ley de Mercado de Valores de El Salvador).

Otro requerimiento fue el de igualar las condiciones de las operaciones bursátiles de Panamá modificando el contenido del Art. 10 de la Ley referente a que es posible adquirir valores extranjeros en el mercado primario, la Ley lo expresa así:

Los valores emitidos por los Estados y bancos centrales de los países Centroamericanos, así como por organismos financieros regionales e internacionales de los cuales el Estado de El Salvador o el Banco Central de Reserva de El Salvador sean miembros, podrán ser objeto de oferta pública cuando una casa de corredores pretenda negociar dichos valores en el mercado local, deberá tramitar la autorización previa en la Superintendencia, y para tal efecto bastará con una constancia expedida por la bolsa de valores en la que se listaron originalmente los mismos, o copia del acuerdo que autoriza la emisión de dichos valores o del respectivo decreto legislativo. Una vez otorgada la autorización de la Superintendencia, dichos valores deberán ser inscritos en una bolsa, para que puedan ser objeto de oferta pública (...) (Art.10 Ley de Mercado de Valores de El Salvador).

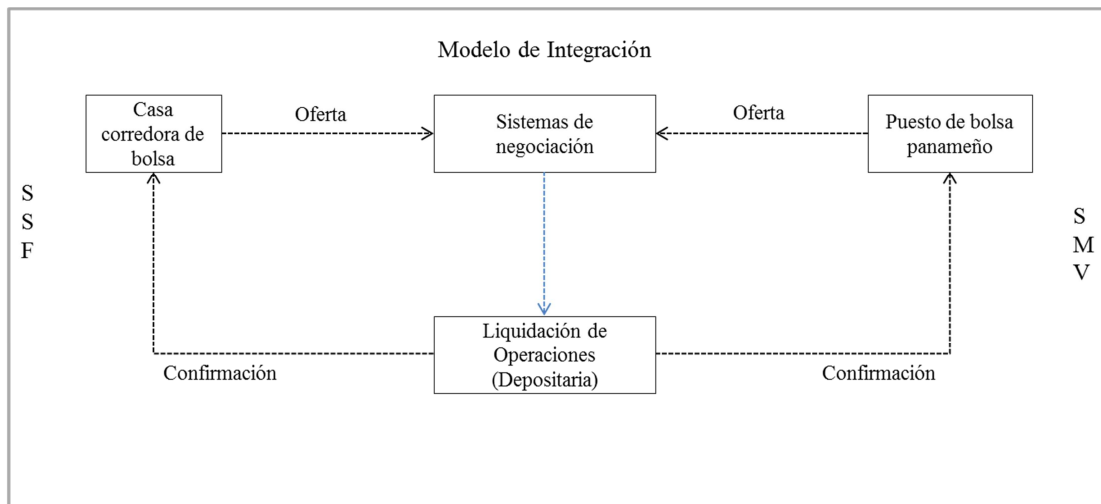
La diferencia en el contenido de los artículos mencionados radica en que con estas reformas, El Salvador podrá realizar compras en el mercado primario, anteriormente se realizaban en el mercado secundario, es decir la compra era por un valor mayor al precio del título a su fecha de emisión, estas reformas igualan las condiciones con inversionistas extranjeros, realizando los procesos en forma más ágil y transparente. Constituyendo esto uno de los objetivos encontrados en la Bolsa de

Valores de El Salvador donde se busca lograr un método más atractivo para las empresas que buscan financiamiento fuera de instituciones bancarias o tradicionales.

Luego, en el 2015 por decreto de la Asamblea Legislativa a reforma el Art. 158 del código tributario acordó que todas las operaciones bursátiles realizadas por no domiciliados en El Salvador, se les gravara con una retención de ingresos del 3% y no del 20% como se aplicaba con anterioridad con el propósito de lograr mayor atracción de inversionistas extranjeros.

Las sumas pagadas o acreditadas a personas naturales o jurídicas, uniones de personas, sociedades irregulares o de hecho, sucesiones y fideicomisos, no domiciliados en el país, que provengan por concepto de rentas y rendimientos de los capitales invertidos en títulos valores, o de transacciones sobre títulos valores, participaciones y otras inversiones realizadas en el mercado de valores salvadoreño, sea primario o secundario, a través de la Bolsa de Valores, estarán sujetas a la retención que regula el inciso primero de este artículo, en un porcentaje del tres por ciento (3%) (Art. 158, Código tributario de El Salvador).

A la fecha de la presentación de esta investigación, se han definido las guías para acreditarse como operador remoto en ambos países, dichas guías no se presentan en este documento sin embargo se describe el modelo de integración y la función de los operadores remotos en la (Figura 1).



**Ilustración 1.** Modelo de Integración, funcionamiento y liquidación de valores (Bolsa de Valores de El Salvador, 2016: guía para operadores remotos panameños).

La (Figura 1) representa el funcionamiento del modelo de integración regulado por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF) y la Superintendencia del mercado de Valores en Panamá (SMV), donde los operadores remotos podrán acceder de forma directa y operar en las plataformas de negociación de ambas bolsas (Sistemas de negociación), los accesos serán por medio de un usuario y contraseña proporcionado por las bolsas de ambos países que permitirá operar de manera remota. Las depositarias de valores mantendrán las mismas funciones; custodia, administración, transferencia, compensación y liquidación de valores según el país donde se realice la transacción. Con respecto a los tiempos de liquidación estos se realizarán en (T+2) para el mercado primario, es decir que su compensación al emisor debe realizarse en máximo 2 días después de su negociación. Y de (T+3) para el mercado secundario, es decir, los valores serán compensados en máximo 3 días.

## **2.5. Actualidad en el proceso de integración de valores El Salvador - Panamá.**

Desde la firma del convenio de integración de ambas bolsas de valores en Septiembre 2015 se han realizado actividades con el propósito de facilitar las negociaciones desde el punto de los operadores remotos de ambos países, estas actividades se resumen en las siguientes:

- a) Preparar los contratos que firmarán los operadores remotos panameños y la Bolsa de Valores de El Salvador.
- b) Dar acceso a las Casas Corredoras panameñas al Sistema de Negociación Electrónica (SEN).
- c) Desarrollar los procesos de liquidación y compensación de valores realizados por los operadores remotos de Panamá y El Salvador en las respectivas bolsas.
- d) Promover la integración con las casas corredoras de bolsa de ambos países.
- e) Promover el proyecto de integración a los posibles inversionistas.

El tiempo estimado para la finalización del proyecto es para el 30 de Junio del 2016, sin embargo a esa fecha, la Bolsa de Valores de El Salvador no ha presentado aún los avances del proyecto.



## **Capítulo III. Metodología de la Investigación**

### **3.1. Introducción.**

El presente capítulo trata sobre el método cualitativo utilizado para realizar la investigación que se planteó en el capítulo I, la cual consistió en la definición de una problemática sobre las perspectivas que tienen los participantes en el mercado bursátil ante la integración de las bolsas de valores de Panamá y El Salvador.

Así mismo se dan a conocer las fases de la investigación, los procedimientos utilizados para el muestreo y la aplicación del instrumento. Se detalla el método de investigación empleado para alcanzar los objetivos propuestos para el estudio, describiendo la población, la aplicación del instrumento, y la recolección y análisis de los datos, con lo que se da respuesta a la pregunta de investigación: ¿Existen perspectivas de crecimiento para los participantes involucrados en las operaciones de bolsa de valores e inversionistas en general con la integración de los mercados bursátiles de El Salvador – Panamá?

### **3.2. Enfoque Metodológico.**

Se pretendió hacer una descripción holística, la cual consiste en describir a detalle un asunto o fenómeno en particular; como afirma Folgueiras (2009), en el documento: Métodos y Técnicas de Recogida y Análisis de Información Cualitativa.

Se realizó por medio del instrumento de la entrevista de preguntas abiertas, en la cual se expresan las perspectivas de los participantes involucrados en las operaciones de

las Bolsas de Valores de Panamá y El Salvador, ante la integración bursátil de ambos países; con la finalidad de conocer si dicha integración será favorable a sus intereses particulares.

Se ha utilizado la técnica de la indagación documental, la cual sirvió para conocer aspectos generales y específicos del tema, para ello se utilizaron libros, revistas, tesis, como se describió en el Marco Teórico de este documento.

El diseño metodológico fue de gran importancia en el trabajo de investigación, debido a que este constituyó el plan de ejecución de la indagación; por lo que se tomó un conjunto de elementos que sirvieron de base para alcanzar los objetivos propuestos en el tema.

Se utilizó el diseño Fenomenológico interpretativo, el cual según Folgueiras (2009), en el documento: Métodos y Técnicas de Recogida y Análisis de Información Cualitativa, consiste en estudiar la naturaleza de un fenómeno de interés a partir de una experiencia común, dentro de una realidad compartida; por lo cual se considera que es el apropiado para dar solución a la problemática actual como es la incertidumbre de los participantes en el mercado bursátil sobre si se cumplirán las expectativas de crecimiento ante los cambios que traerá la integración bursátil de Panamá y El Salvador.

En esta investigación cualitativa, se guardó el debido respeto a las opiniones y expresiones de los participantes; ya que en ninguna manera se vieron interferidas por parte de los investigadores al realizarse la actividad de recolección y análisis de datos.

### **3.3. Participantes del Estudio.**

Los participantes del estudio cuentan con características similares; las cuales se presentan a continuación:

#### **3.3.1. Características de los Participantes.**

Los participantes son profesionales de nacionalidad Salvadoreña, con cargos de Jefes, Gerentes, o Supervisores en instituciones y empresas salvadoreñas; y que desarrollan actividades relacionadas al mercado bursátil, cuentan con experiencias y conocimientos sobre integración de las bolsas de valores de Panamá y El Salvador.

#### **3.3.2. Población.**

En este caso la población para el estudio estuvo conformada por participantes en las operaciones de Bolsa de Valores en El Salvador; los cuales conforman a su vez la muestra; ya que pudieron participar todos en el desarrollo del instrumento, por poseer amplio conocimiento sobre el tema que se ha investigado. Alvarado (2015) presenta el número de participantes a entrevistar en una investigación cualitativa:

“En investigaciones de corte cualitativo basta con aclarar el perfil; puesto que se sugiere entre tres y no más de 10 personas.”

Debido a lo anterior no fue posible discriminar ningún elemento de la población. El detalle de la población y muestra se presenta a continuación: Ver (tabla 8).

**Tabla 8. Población de estudio.**

<b>El Salvador</b>		
<b>Institución/Empresa</b>	<b>No. De participantes</b>	<b>Fecha de Entrevista</b>
Bolsa de Valores de El Salvador	1	21/04/2016
Central de Depósitos de Valores (CEDEVAL)	1	21/04/2016
Asociación de Intermediarios Bursátiles (ASIB)	1	01/06/2016
Casa Corredora de Bolsa	1	23/05/2016
Superintendencia del Sistema Financiero	1	27/06/2016
Banco Central de Reserva de El Salvador	2	29/04/2016, 03/06/2016

Colaboradores entrevistados e institución a la que representa.

La entrevista es presentada en el apéndice 1 de este documento; se aplicó a 7 profesionales relacionados al mercado bursátil, los cuales se consideran fuentes de información idónea; ya que dieron sus opiniones y comentarios basados en sus experiencias personales y profesionales; la guía de recolección de datos consistió en 9 interrogantes abiertas, estructuradas con el fin de obtener información para responder a la pregunta de investigación, a partir de las opiniones de los entrevistados, los cuales tienen en común experiencias en el mercado bursátil; fue desarrollada durante el mes de abril de 2016, con una duración alrededor de 45 minutos, se requirió de anotaciones en el momento mismo de la entrevista, y algunas fueron grabadas, lo que permitió tener la opción de corroborar datos posteriormente.

### **3.4. Método de Recolección de Datos.**

El método de recolección de datos para esta investigación fue la entrevista; ya que se considera la indicada por ser una investigación cualitativa, y permite obtener las opiniones de acuerdo a la experiencias sobre el tema investigado por parte de los entrevistados; así mismo favorece el ordenamiento y análisis de datos para dar respuesta a la pregunta de investigación.

### **3.5. Procedimiento de la Investigación.**

El procedimiento de la investigación para la elaboración en estudio, debe ser planeado de tal forma que se puedan cumplir los propósitos de la misma.

#### **3.5.1. Planificación.**

La investigación se llevó a cabo en el período de cinco meses correspondientes a los meses de Febrero a Junio de 2016, tal como se contempla en el planteamiento del problema de este documento.

Para la realización del estudio se tuvieron a disposición los recursos por parte de los dos investigadores, autores de este documento, como es el tiempo para realizar la investigación documental, y la de campo, conformada por entrevistas.

Para la aplicación del instrumento se observaron todas las consideraciones éticas pertinentes; ya que las entrevistas se realizaron con el consentimiento libre de los participantes. Los investigadores por su parte buscaron hacer interpretaciones de manera

cuidadosa, confidencial, honesta, y considerada, con el fin de mantener el nivel de confianza y las buenas relaciones con los participantes.

### **3.5.2. Análisis de los Datos.**

El análisis de los datos se llevó a cabo cuidando la congruencia con los objetivos de la investigación.

El tipo de análisis fue temático; ya que se categorizaron y analizaron los testimonios de los entrevistados, y posteriormente se organizaron y procesaron para la presentación ordenada de los resultados, como lo describe Folgueiras (2009), en el documento: Métodos y Técnicas de Recogida y Análisis de Información Cualitativa, se presentan a continuación las actividades realizadas:

- a) Los datos se recolectaron mediante las anotaciones y en algunos casos grabaciones de audio de las entrevistas, con el objetivo de estudiar las opiniones, identificando temas comunes, es decir categorías, o patrones de experiencias; las que fueron enlistadas a través de citas textuales de los entrevistados o parafraseo.
- b) Fueron clasificados todos los datos y se relacionaron con los patrones o temas; es decir con las unidades de análisis, existentes a través de la pregunta de investigación.
- c) Se combinaron y categorizaron las unidades identificadas en subtemas a partir de respuestas de los entrevistados y demás anotaciones, con el propósito de obtener un panorama general de la experiencia colectiva y otorgando coherencia a partir

del análisis y del estudio, de cómo las diferentes ideas y componentes de las respuestas podrían encajar de manera significativa al ser vinculadas.

- d) Cuando los subtemas fueron creados, se intentó obtener ideas comprensibles con el fin de visualizar la información a partir de patrones que fueran surgiendo dentro del análisis; en algunas situaciones se recurrió a la retroalimentación de los entrevistados durante la entrevista misma.
- e) Al final se constituyó un argumento válido para escoger los temas a través de la inferencia y la relación de estos con la literatura revisada, es decir, los datos fueron interpretados por temas de acuerdo a la teoría a través de un proceso de descripción interpretativa, con el fin de ahondar en los sucesos, ya que se contó con los conocimientos previos de los investigadores.

Los datos obtenidos requirieron un examen riguroso para determinar las perspectivas de los participantes del mercado bursátil al integrarse las bolsas de valores de Panamá y El Salvador.

## Capítulo IV. Presentación de Resultados

Este capítulo contiene los resultados del desarrollo del instrumento utilizado en la investigación. El análisis descriptivo mostrará los datos cualitativos obtenidos de las opiniones de los entrevistados.

Las unidades de investigación de este estudio son cada uno de los 6 participantes en el mercado bursátil, a partir de las entrevistas a 7 profesionales, y el análisis documental, en los resultados se destacan los elementos principales, y dentro de estos se tienen patrones y temas que encajaron como categorías que surgieron a partir de las consideraciones y experiencias de las personas entrevistadas.

La clasificación de las categorías se vinculó con los conceptos enunciados en el marco teórico de este documento para recolectar los datos esperados y dar respuesta a la pregunta de investigación:

¿Existen perspectivas de crecimiento de las operaciones bursátiles para los participantes del mercado de valores con la integración de las bolsas de El Salvador y Panamá?

Se identificaron los temas más recurrentes mencionados por los participantes al realizárseles las entrevistas, y se analizaron en la categoría correspondiente, las cuales se describen a continuación:

- a) La integración bursátil como oportunidad de atraer mayor inversión extranjera.



- b) Mejoras en las condiciones de negociación de títulos valores para extranjeros.
- c) Riesgos por fuga de capitales locales.
- d) Papel del mercado de valores primario y secundario dentro de la integración de bolsas.
- e) Perspectivas de crecimiento en las operaciones bursátiles.

#### **4.1. La integración bursátil como oportunidad de atraer mayor inversión Panameña a El Salvador.**

En la (tabla 9), se muestran los resultados obtenidos considerando la integración de ambas bolsas bursátiles como medida para atraer mayor inversión Panameña a El Salvador. Acá se da a conocer la aprobación o desacuerdo de los sujetos entrevistados y una breve explicación con base al análisis de la información recolectada.

Se debe tener en cuenta en este aspecto que los sujetos entrevistados brindan únicamente su punto de vista en base a su experiencia sobre el tema y en base a la institución que representan.

**Tabla 9.** *La integración bursátil como oportunidad de atraer mayor inversión extranjera.*

Entidades	Respuestas
Bolsa de Valores de El Salvador	De acuerdo, es el objetivo de la integración ser más atractivos.
Central de Depósitos de Valores	De acuerdo, siempre y cuando se cuente con la infraestructura y cambios en las condiciones tributarias.
Superintendencia del Sistema Financiero	De acuerdo, la integración debe tener como objetivo incentivar al inversionista.
Banco Central de Reserva	De acuerdo, la integración abre posibilidades pero depende de los portafolios de inversión que ofrezca El Salvador.
Casa Corredora de Bolsa de El Salvador	En Desacuerdo ya que para incentivar la inversión Panameña se deben revisar otros factores como los impuestos gravados a las operaciones bursátiles y las decisiones del gobierno que afectan las operaciones.
Asociación de intermediarios Bursátiles	De acuerdo ya que considera la integración como beneficio para emisores e inversionistas de ambas plazas bursátiles.

Fuente: Resultados del instrumento de investigación.

Como se observa, 5 de 6 entrevistados denotan la existencia de oportunidades existentes para El Salvador en cuanto a atraer mayor inversión Panameña, sin embargo se tienen consideraciones tales como; los impuestos hacia los extranjeros sobre las operaciones bursátiles, diversificación de las inversiones y la postura del gobierno.

Dentro de las respuestas obtenidas persiste la carga tributaria como factor de mayor peso al considerar un aumento de la inversión extranjera; El Salvador no cuenta con el mismo trato que lo hace Panamá hacia los inversionistas extranjeros generando así una situación de desigualdad, este tema será desarrollado en los siguientes apartados.

#### **4.2. Condiciones de Negociación.**

Por medio de las respuestas de los entrevistados se busca revelar las diferencias, si las hay o que puedan existir para los inversionistas de ambos países si deciden invertir en cualquier plaza bursátil, es posible que puedan encontrarse con mayor dificultad en lograr una inversión en alguno de los dos países; por lo tanto en este apartado se logra determinar si El Salvador mantiene las mismas condiciones de negociación que Panamá ofrece a sus inversores extranjeros. El resumen de los datos obtenidos se presenta a continuación: Ver (tabla 10).

**Tabla 10. Condiciones de negociación.**

Institución/Empresa	Respuesta
Bolsa de Valores de El Salvador	Las condiciones se mantienen operacionalmente, con la diferencia que desaparece la figura del bróker internacional. El Salvador se encuentra en desventaja respecto a los impuestos sobre las transacciones.
Central de Depósitos de Valores (CEDEVVAL)	Si mejoran las condiciones, se crea una infraestructura que mejora los sistemas de liquidación, los procesos se vuelven automáticos y se brinda seguridad al inversionista. Con respecto a la carga tributaria las condiciones serán similares mas no iguales.
Asociación de Intermediarios Bursátiles (ASIB)	Si mejora, se reducirán los costos de intermediación y los sistemas de liquidación, en cuanto los impuestos se requiere eliminar el LIOF.
Casa Corredora de Bolsa de El Salvador	Se mejora el tiempo de respuestas en la liquidación de valores, sin embargo El Salvador sigue manteniendo mayor carga tributaria que Panamá.
Superintendencia del Sistema Financiero	Se mejoran los costos de las transacciones al ser las casas corredoras los intermediarios directos. En la parte tributaria puede existir desventaja sobre todo por el LIOF que puede generar desmotivación a los inversionistas Panameños.
Banco Central de Reserva de El Salvador	Si mejoran las condiciones de negociación, disminuyen los costos de comisiones. Las tasas impositivas son competitivas con las de Panamá pero debe haber mayor diversificación en el mercado primario.

Fuente: Resultados del instrumento de investigación.

De acuerdo a lo anterior las condiciones de negociación serán mejores que las actuales, destacándose la reducción en el importe de intermediación, estos costos se refieren al importe monetario y tiempo en que incurren las casas corredoras de bolsa para inscribir valores extranjeros a la bolsa local ordenadas por sus clientes, que para el caso de la compra, la comisión por registro de valores negociados en el extranjero ya sea en mercado primario o secundario es del 0.0625% más IVA y por último se toca el tema de los tiempos de liquidación de valores. Luego de haber concluido el proceso de

integración éstas contratarían directamente en la bolsa de valores del país donde se de la negociación de manera directa, tal como si fuera un título inscrito en bolsa de El Salvador.

Otro punto a destacar es la parte tributaria que es considerada como un factor determinante al momento de tomar decisiones de inversión, mientras Panamá es un país libre de tributos a la ganancia de capital, operaciones financieras, operaciones bursátiles a extranjeros; El Salvador carga estos impuestos a los inversionistas que deseen adquirir valores inscritos o en su defecto son cobrados por los inversionistas dentro del rendimiento requerido.

En el 2015 se aplicaron reformas a la Ley de Mercado de Valores de El Salvador como medida para fortalecer la integración sin embargo quedan pendientes temas como la Ley de impuestos a las operaciones bursátiles (LIOF), así como la renta gravada a operaciones de valores Salvadoreños, este último del 3% según reforma al código tributario en su Art. 158 aplicado a partir del 2015.

Según la información obtenida por medio de la entrevista al profesional proveniente de la casa corredora de bolsa, en el 2016 se evaluarán opciones para igualar las condiciones de ambos mercados, para el impuesto a las operaciones bursátiles (LIOF), existe la posibilidad de su eliminación únicamente para las operaciones de bolsa de valores.

Las características de negociación precedentes se observaron en la integración de los mercados MILA donde se manejaron las mismas consideraciones por las que está pasando El Salvador. Colombia lo menciona en su informe especial MILA 2015:

Entre los puntos a considerar están temas relacionados con el trato local de los valores inscritos en cada una de las bolsas pertenecientes a MILA, así como avanzar para que la tributación a la ganancia de capital aplicable a los valores locales sea la misma para los valores del mercado integrado. (Bolsa de Valores de Colombia, 2015)

Otras medidas de negociación se tomaron en cuenta en Perú, miembro del mercado MILA, que aprobó en 2015 la “Ley que Fomenta la Liquidez e Integración del Mercado de Valores” y la exoneración del impuesto a la ganancia de capital, esta última aplicada hasta Diciembre del 2018. El objetivo es de nivelar la competitividad del mercado accionario en términos tributarios ante los mercados internacionales y sobre todo a los integrantes de MILA.

#### **4.3. Riesgo para las Inversiones Salvadoreñas.**

En la (tabla 11), se muestran los resultados obtenidos considerando la integración de ambas bolsas bursátiles como riesgo para El Salvador generado por pérdida o fuga de capitales ante opciones de inversión más atractivas en el mercado Panameño. Acá se consideran la existencia o no del riesgo según las perspectivas de los sujetos entrevistados y una breve consideración en base al análisis de la información recolectada.

**Tabla 11. Riesgo por disminución de Inversiones hacia títulos de El Salvador.**

Entidades	Resultados
Bolsa de Valores de El Salvador	Si existe el riesgo, todo dependerá de las condiciones y seguridad jurídica que ofrezca El Salvador ante sus inversionistas locales.
Central de Depósitos de Valores	No existe riesgo de que mayores capitales Salvadoreños se inviertan en Panamá, el riesgo está en función de las condiciones económicas de cada país (condiciones a inversionista, sistema impositivo, buenas tasas de interés) y estas son variables independientes haya o no haya integración.
Superintendencia del Sistema Financiero	Si existe el riesgo pero puede contrarrestarse al establecer condiciones de seguridad y de negociación al inversionista.
Banco Central de Reserva	Si existe el riesgo y dependerá de la diversificación, perfil de riesgo del inversionista y las condiciones de inversión que los emisores ofrezcan.
Casa Corredora de Bolsa de El Salvador	Si existe el riesgo y El Salvador se encuentra en desventaja respecto a Panamá ya que mantiene menos títulos inscritos, la única forma de contrarrestar este riesgo es mediante mayores emisiones.
Asociación de intermediarios Bursátiles	Si existirá el riesgo pero depende del perfil del inversionista ya que cada mercado maneja su riesgo y por lo tanto sus tasas de interés. Si se considera a El Salvador como país con mayor riesgo podría ser más interesante para inversionistas que buscan una mayor tasa con riesgo aceptable.

Fuente: Resultados del instrumento de investigación.

La mayoría de respuestas de los entrevistados afirman que existe el riesgo de que los inversionistas salvadoreños prefieran usar sus capitales por emisiones Panameñas, las principales razones son:

- a) Seguridad al inversionista y condiciones de inversión.
- b) Diversificación de inversiones.
- c) Perfil de riesgo del inversionista.

El primer punto se consideró anteriormente sobre las condiciones de negociación para el inversionista, El Salvador busca igualar los requisitos a las operaciones bursátiles

extranjeras tal como lo hace Panamá de tal forma que no exista diferencia entre invertir en cualquier plaza bursátil.

Con respecto al segundo punto, este riesgo puede ser mitigado por medio de un aumento de las emisiones, generando más posibilidades para los inversionistas extranjeros; por ejemplo, los fondos de inversión que se ejecutaran en el 2016 o por medio de más titularización de activos o fondos, como es el caso de las nuevas titularizaciones del año 2016 de La Comisión Ejecutiva Portuaria Autónoma (CEPA), Fondo de Conservación Vial (FOVIAL) y la Alcaldía de Nuevo Cuscatlán, organismos que lo realizan desde el 2013.

Por último el perfil del inversionista es un aspecto a considerar en este apartado, debido a que existe una relación directamente proporcional entre el riesgo y el rendimiento; cada país maneja su riesgo en el mercado que opera y esto es visible por medio de las tasas de interés, El Salvador al ser un país con mayor riesgo puede ser considerado un mercado interesante para los inversionistas que buscan mayor rendimientos a un riesgo aceptable, por lo tanto ambos mercados pueden complementarse generando oportunidades de inversión y financiamiento entre ambas plazas, mucho dependerá del mercado, producto tranzado y del rendimiento/ riesgo esperado por parte del inversionista.

#### **4.4. Oportunidades de potenciar los mercados Primario y Secundario en El Salvador.**

En la (tabla 12), de este apartado se evalúa la diferencia entre ambos mercados, En El Salvador 77% de sus operaciones se manejan en el mercado de reportos, mientras



que en Panamá los reportos conocidos como “Recompras” representan el 6.3% siendo más dinámico el mercado primario y secundario . Con esto se evaluó la perspectiva de los entrevistados sobre la capacidad que puede alcanzar los tipos de mercado en El Salvador.

**Tabla 12.** Oportunidades de potenciar mercado primario y secundario tras la integración.

Entidades	Respuestas
Bolsa de Valores de El Salvador	El Salvador es un mercado de reportos, y este depende de la liquidez del mercado si es muy líquido las tasas tienen a ser bajas y viceversa. Sin embargo no es el objetivo del plan.
Central de Depósitos de Valores	Si existe la oportunidad de potenciar el mercado primario y secundario sobre todo por las nuevas titularizaciones se ha logrado incrementar el mercado, El objetivo principal es incentivar el mercado secundario.
Superintendencia del Sistema Financiero	El mercado de reporto no está considerado en el plan, el objetivo es potenciar el mercado primario y sobretodo el secundario los cuales competirán con un mercado Panameño donde las operaciones no se encuentran gravadas y libres de impuestos.
Banco Central de Reserva	El Salvador se maneja dentro de un mercado de reportos, que por sí mismos no son un mercado atractivo para los panameños sino la tasa de rentabilidad que se tenga. Para el país es una ventaja ya que los problemas fiscales generan un alto rendimiento y ahí se vuelve atractivo. Panamá al no tener ese problema no necesita subir sus tasas. El Salvador si no tuviese problemas de flujo de caja a corto plazo serían mayores las inversiones primarias.
Casa Corredora de Bolsa de El Salvador	Es una gran oportunidad, ya que el mercado de reporto es significativo para El Salvador pero no es rentable para ninguna casa corredora de bolsa.
Asociación de intermediarios Bursátiles	Es la apuesta, potenciar el mercado primario y secundario. El caso de los Reportos es un caso especial, ya que es un mercado que se liquida inmediatamente y eso puede ser un impedimento para el inversionista panameño, El mercado secundario es una de las bases fundamentales de los mercados de valores.

Fuente: Resultado del instrumento de investigación.

Las respuestas obtenidas demuestran claramente la necesidad de incentivar los mercados primario y secundario, y la existencia de oportunidades para ambos, siendo

los entrevistados más enfáticos en la necesidad de aumentar las operaciones en mercado secundario, debido a que proporcionar liquidez a los títulos, sobre todo por su característica principal “la reventa” el cual permite a sus tenedores poder deshacerse de ellos según su necesidad de liquidez.

Se considera en este apartado la necesidad de diversificación de las inversiones para lograr potenciar el mercado primario y secundario; al cierre del 2015, El Salvador contabilizó 278 instrumentos inscritos en su Bolsa de Valores, de los cuales 89 fueron reportos entre públicos y privados, estos instrumentos en sí, no representan un mercado atractivo para Panamá y puede observarse en la (Tabla 4) de este documento donde se muestra la representación de los reportos para el mercado panameño.

Por último se trata el tema de los tiempos de liquidación, los reportos se realizan en un periodo de (T+0) es decir que su compensación se realiza el mismo día de la negociación y por lo tanto la opinión de los entrevistados tiende a dejar fuera este mercado debido a que El Salvador se adapta a las condiciones de Panamá respecto a la liquidación de valores que será de (T+2) para el mercado primario y (T+3) en el mercado secundario.

#### 4.5. Perspectivas de la integración bursátil de Panamá y El Salvador ante la integración de bolsas.

Se consideran los siguientes beneficios expuestos en la (tabla 13), en base a los sujetos entrevistados.

**Tabla 13.** Beneficios para las entidades involucradas en las operaciones de Bolsa tras la integración bursátil.

Emisores	Inversionistas	Intermediarios	El Salvador
Disminución de impuestos a extranjeros	Mayores alternativas de inversión	Ampliación de las líneas de negocio para las Corredoras de Bolsa	Posibilidad de obtener mayor inversión extranjera
Mayor posibilidad de colocar emisiones	Amplio abanico de valores con más de 700 títulos disponibles	Operaciones de manera directa en la bolsa Panameña	Mayor opción de financiamiento
Posibilidad de mejorar el costos de financiamiento	Reducción del riesgo mediante la diversificación	Tramites mínimos para ser operador remoto	Desarrollo de nuevos proyectos de inversión
		Eliminación de la cuota de mantenimiento establecida por la BVES	Fortalecimiento de la economía
		Mejora de sus ingresos	

Fuente: Resultados del instrumento de investigación.

Para los emisores la integración se vuela una oportunidad de poder colocar sus instrumentos en un mercado más amplio creando un abanico de posibilidades de carteras de inversión. Los costos de financiamiento pueden reducirse al obtener diferentes fuentes de fondeo, distintas a las tradicionales. Por último la integración permitió revisar en el año 2015 las condiciones tributarias aplicables a las operaciones bursátiles, esto genero modificaciones a la Ley de Mercado de Valores reduciendo la carga tributaria a dichos instrumentos.

Para los inversionistas se crean nuevas alternativas de inversión, en la integración bursátil de El Salvador y Panamá se abre la posibilidad de más de 700 títulos disponibles entre ambas plazas bursátiles reduciendo de esta forma el riesgo financiero por pérdida en la inversión mediante la diversificación de valores; en general para los inversionistas se mejoran las oportunidades en ambos mercados.

Para las Casas Corredoras de Bolsa se amplían las opciones de negociación entre emisores e inversionistas, se reducen costos y tienen la posibilidad de aumentar sus ingresos debido a que hay mayores operaciones principalmente en el mercado primario y secundario que son los mercados más rentables para las casas corredoras de bolsa.

Por último El Salvador puede encontrar diferentes fuentes de financiamiento para el desarrollo de nuevos proyectos, así como atraer mayor inversión extranjera directa y en consecuencia el fortalecimiento de la economía.

Los beneficios de un mercado integrado se traduce en las sinergias que este trae a sus miembros, tales como:

- a) Reducción de costos de intermediación.
- b) Eliminación de duplicidad en procesos.
- c) Mayor rapidez en el proceso de liquidación de valores.
- d) Mercado más amplio con mayores opciones de inversión.
- e) Facilidades de intervenir en ambas plazas bursátiles como operador remoto.

Estas ventajas que obtiene un mercado integrado pueden ser observadas en los mercados MILA, que ha logrado según el informe mensual MILA, Mayo 2016 y luego

de cinco años de operaciones, situarse en el mayor mercado de la región Iberoamericana tanto en número de emisiones como en capitalización bursátil.

MILA ya suma importantes logros, que hoy están a disposición de la Alianza del Pacífico. Así, los inversionistas tienen acceso a información en línea de los cuatro mercados, las casas corredoras de bolsa pueden transar simultáneamente en las cuatro bolsas, los títulos adquiridos se ven reflejados en las cuentas del operador local y las empresas emisoras requieren listarse solo en una de las Bolsas que conforman este mercado para tener acceso a un mercado más amplio, una mayor base de inversionistas, mayores alternativas para levantar capital y mejor visibilidad en la región. (MILA News, Mayo 2016).

#### **4.6. Opiniones de los entrevistados sobre el aumento de las operaciones de valores de El Salvador.**

Se consultó en la pregunta número 9 del instrumento: “¿considera Ud. que las operaciones de bolsa (volúmenes de negociación, capitalización bursátil, mayor diversificación de instrumentos, etc.) se verán incrementadas con la integración de las bolsas de valores de El Salvador y Panamá?”; y todos los entrevistados opinaron que sí se verán incrementadas las operaciones bursátiles en El Salvador, las respuestas se presentan a continuación: Ver (tabla 14).

**Tabla 14.** Aumento de las operaciones de valores de El Salvador.

Institución/Empresa	Respuesta
Bolsa de Valores de El Salvador	Se mejorará la cartera de inversión para que más inversionistas compren títulos nacionales. El objetivo no es únicamente ampliar el mercado de valores con Panamá, sino que incluir los demás países de la región.
Central de Depósitos de Valores (CEDEVAL)	Si, se espera que incrementen los volúmenes de operaciones y mejoren los precios de los títulos, tener más inversionistas en ambos países.
Asociación de Intermediarios Bursátiles (ASIB)	Si, tendrán más oportunidades las Casas de Bolsa de ampliar su abanico de productos y buscar expandir sus negocios fuera de El Salvador.
Casa Corredora de Bolsas del Banco de América Central	Si, el escenario actual se mantiene, posiblemente se negocien más títulos valores en el mercado Panameño.
Superintendencia del Sistema Financiero	Si, se tendrán acceso a mayores recursos para los emisores, ampliar nuevas líneas de negocios para las casas corredoras, las perspectivas son altas ya que es una estrategia que se ha buscado implementar desde muchos años atrás.
Banco Central de Reserva de El Salvador	Si sobretodo que ya se busca dinamizar aún más el mercado. Si, se generarán las condiciones de seguridad jurídica para que se dé el incremento de inversiones.

Fuente: Resultados del instrumento de investigación.

La información recolectada de los participantes mediante entrevistas a profesionales, mostrada anteriormente, indica que sí existen oportunidades de crecimiento para los participantes del mercado involucrados en las operaciones de bolsa de valores con la integración de los mercados bursátiles de El Salvador y Panamá; se destacan los siguientes hallazgos:

- a) Las condiciones de las transacciones bursátiles serán similares para Panamá y El Salvador mas no serán las mismas, El Salvador se encuentra en desventaja respecto al aspecto tributario y número de instrumentos.

- b) Oportunidad de diversificación de portafolios para ambos países.
- c) El perfil de riesgo del inversionista determinará el atractivo de cualquiera de las dos bolsas de valores, así, el invertir en un mercado con riesgo tolerable que ofrezca mayor rentabilidad, con la integración se disminuirán los riesgos de inversión.
- d) Se contará con normativa estandarizada y una base de datos integrada de instrumentos bursátiles, para invertir indistintamente desde Panamá o El Salvador.
- e) Aumentará el número de transacciones que actualmente se tienen en cada uno de los países integrantes.
- f) Se verán disminuidos los costos de las transacciones al ser intermediarios directos las casas corredoras.
- g) Homogenización de los tiempos de liquidación de los valores, serán menores a los actuales, los plazos tanto para El Salvador y Panamá serán en T+3.
- h) El Salvador será mayormente atractivo de inversión para los panameños al contar con las condiciones adecuadas y seguridad jurídica.

#### 4.7. Resultados Consolidados.

Se evaluaron los resultados obtenidos sobre las perspectivas expuestas a los entrevistados en los temas anteriores, éstas se consolidaron en la (**Tabla 15**) y se pondero en base a la cantidad de respuestas comunes. Se valoraron las respuestas en una escala del 0% al 100% en base a los resultados afirmativos de los 6 participantes.

Se simplificaron los datos en 5 Perspectivas enumeradas con las siguientes leyendas:

Perspectiva 1: ¿Existe oportunidad de atraer mayor inversión extranjera?.

Perspectiva 2: ¿Mejoran las condiciones de negociación?.

Perspectiva 3: ¿Existe riesgo por disminución de Inversiones locales?.

Perspectiva 4: ¿Se podrá potenciar mercado primario y secundario?.

Perspectiva 5: ¿Aumentaran las operaciones de valores de El Salvador?

**Tabla 15.** *Perspectivas consolidadas.*

Institución/Empresa	1	2	3	4	5
Bolsa de Valores de El Salvador	Si	No	Si	Si	Si
Central de Depósitos de Valores (CEDEVAL)	Si	Si	No	Si	Si
Asociación de Intermediarios Bursátiles (ASIB)	Si	Si	Si	Si	Si
Casa Corredora de Bolsas del Banco de América Central	No	No	Si	Si	Si
Superintendencia del Sistema Financiero	Si	Si	Si	Si	Si
Banco Central de Reserva de El Salvador	Si	Si	Si	No	Si
	83%	66%	83%	83%	100%



## **Capítulo V. Conclusiones y Recomendaciones**

### **5.1. Conclusiones.**

En este capítulo se da respuesta a la pregunta de investigación planteada en el Primer capítulo de este documento: “¿Existen perspectivas de crecimiento de las operaciones bursátiles para los participantes del mercado de valores con la integración de las bolsas de El Salvador y Panamá?”. Así mismo en dicho capítulo se describió el objetivo general de la investigación: “Determinar las perspectivas de crecimiento en las operaciones bursátiles de los participantes involucrados en el mercado de valores ante el proceso de integración de las bolsas de El Salvador y Panamá, del cual se afirma que fue posible su cumplimiento.

A partir del análisis de los resultados más sobresalientes de la presente investigación se tienen las conclusiones por parte de los investigadores.

En relación a la pregunta de investigación descrita anteriormente; de acuerdo al análisis de resultados contenido del capítulo IV de este documento; se afirma que sí existen perspectivas de crecimiento de las operaciones bursátiles para los participantes del mercado de valores con la integración de las bolsas de El Salvador y Panamá.

Se concluye que sí se le ha dado cumplimiento al objetivo general de la investigación, detallado con antelación; de acuerdo a los datos recolectados mediante el desarrollo del instrumento de investigación, y los análisis respectivos, contenidos en el capítulo precedente; en donde se describen las perspectivas positivas y negativas que los

participantes tienen ante la integración en estudio, sobresaliendo las expectativas positivas.

Con base al análisis de datos plasmados en el capítulo cuarto de esta investigación, las conclusiones más importantes son las siguientes:

- a) A la fecha de presentación de este documento en El Salvador se tiene una tasa impositiva del 3% de retención del Impuesto sobre la Renta a los sujetos no domiciliados; y en Panamá es del 0%, lo que se considera una desventaja dentro de la integración; ya que evidentemente la carga tributaria en El Salvador es mayor, condición que influye para el crecimiento de inversiones; no obstante el perfil del inversionista es determinante para elegir un mercado con menor o mayor riesgo; para compensar dicho impuesto los inversionistas podrían tener una exigencia de mayor rentabilidad que la del mercado panameño. Al respecto el Gobierno de El Salvador, debe de fomentar políticas tributarias para no domiciliados, que incentiven la inversión extranjera y provoquen equidad tributaria en ambos países; lo que aumentaría las inversiones en El Salvador. Es importante que estas revisiones de tasas impositivas sean realizadas en conjunto con los entes supervisores, y en comunicación con CEDEVVAL, la Bolsa de Valores de El Salvador, y las Casas Corredoras de Bolsa de Valores, como se está realizando en la integración MILA, con la creación de normativas tributarias estandarizadas para los países que la integran, lo cual se dio a conocer en el marco teórico de este documento.

b) En El Salvador se deben de crear políticas de seguridad jurídica que incentiven el aumento de inversión por parte de Panamá; es decir, garantías de protección a las finanzas, que aseguren la continuidad en el tiempo de las condiciones de negociación pactadas al momento de la transacción; esta seguridad sería extensiva para inversionistas internos que deseen ingresar al mercado de valores. Esto contribuiría al movimiento de la economía salvadoreña.

Como conclusión final se considera importante para continuar con el crecimiento económico de El Salvador, la integración bursátil con Panamá; esta figura es un medio para abrir mercado a nivel internacional, tal como ha sucedido con los países integrantes del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), y que en esta investigación se describen en el segundo capítulo.

## **5.2. Recomendaciones.**

Con base a los resultados de la presente investigación, se estima que se pueden desarrollar futuros estudios sobre temas relacionados a la unión de bolsa de valores de países latinoamericanos; por contener información verídica e importante, como por ejemplo las opiniones de profesionales relacionados con los participantes del mercado bursátil de El Salvador; y que ha sido desarrollada durante el proceso de integración con Panamá.

Se recomienda la divulgación de este tipo de investigaciones a la población en general por parte de las Universidades e instituciones que las generen; para que posean conocimiento sobre inversiones en bolsa de valores, y así buscar la oportunidad de

ingresar al mercado bursátil, lo que contribuiría a fomentar la cultura de inversiones en El Salvador.

Al Gobierno de El Salvador, se sugiere gestionar la creación de medios de comunicación necesarios para que en las instituciones de educación públicas y privadas a nivel de bachillerato se impartan clases sobre inversión en bolsa de valores, esto con el objetivo de contar a futuro con profesionales expertos las áreas de inversión.

Se sugiere a la Bolsa de Valores contar con programas de capacitación constante para los equipos de trabajo de los integrantes del mercado bursátil, con el fin de contar con personal altamente competitivo con estándares internacionales.

A las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), se les sugiere hacer las gestiones necesarias para invertir directamente en el mercado primario, para obtener mayor rentabilidad y menores costos que los que actualmente tienen al participar en el secundario.

## Referencias

Alvarado Rodríguez, J.V. (2015). Universidad de El Salvador. Guía para la Elaboración del Trabajo de Graduación de los Estudiantes de la Maestría en Administración Financiera de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de El Salvador.

Bolsa de Valores de El Salvador (2016). Guía para los operadores remotos, adaptado de Modelo de Integración, recuperado de:

[http://www.panabolsa.com/biblioteca/Operadores%20Remotos/20160815\\_Gu%C3%ADa%20Operadores Remotos El%20Salvador\\_vfinal.pdf](http://www.panabolsa.com/biblioteca/Operadores%20Remotos/20160815_Gu%C3%ADa%20Operadores%20Remotos%20El%20Salvador_vfinal.pdf)

Bolsa de Valores de Colombia (2015). Informe especial MILA - Desafíos, recuperado de:

[http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5cc8a3a9\\_14dfceff814\\_59380a0a600b&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33\\_132040fa022\\_78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33\\_132040fa022\\_-787e0a0a600b](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5cc8a3a9_14dfceff814_59380a0a600b&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b)

Código Tributario, Reforma al artículo 158, Impuesto Sobre la Renta a No Domiciliados, Diario Oficial N° 216, Tomo N° 409, El Salvador 12 Noviembre de 2015.

Laúd, C. (2015) Diario Gestión de Perú, Bolsa brasileña se podría integrar al MILA, recuperado el 19 de Marzo de 2015 de Omar Mariluz:

<http://gestion.pe/mercados/bolsa-brasilena-se-podria-integrar-al-mila-2126620>

El Diario de Hoy (Septiembre 2015). Bolsas de El Salvador y Panamá firman acuerdo de integración, recuperado el 26 de Febrero de 2016 de: El Diario de Hoy.

<http://www.elsalvador.com/articulo/negocios/bolsas-salvador-panama-firman-acuerdo-integracion-88112>

Ley de Mercado de Valores, Reforma al artículo 67-A, Intermediarios Bursátiles Salvadoreños, Diario Oficial N° 184, Tomo N° 405, El Salvador 14 Octubre de 2014.

Ley de Mercado de Valores, Reforma al artículo 10, Oferta Publica de Valores Extranjeros, Diario Oficial N° 184, Tomo N° 405, El Salvador 14 Octubre de 2014.

Ministerio de Economía y Finanzas de Perú (2016). Nota de prensa Alianza del Pacifico se reúne en Lima para tratar temas de Integración Financiera, recuperado el 28 de Marzo de 2016 de:

[https://www.mef.gob.pe/index.php?option=com\\_content&view=article&id=4260&Itemid=101958&lang=es.](https://www.mef.gob.pe/index.php?option=com_content&view=article&id=4260&Itemid=101958&lang=es)

MILA (2015). Mercado Integrado Latinoamericano Marco Legal, recuperado de:

<http://www.mercadomila.com/home/marcolegal>

MILA news (Diciembre 2015) Segundo Semestre 2015, MILA se consolida como el mayor mercado bursátil Lationamericano, recuperado el 7 de Marzo del 2016 de:

[http://www.mercadomila.com/componentes/imagenes/201601\\_noticias\\_mila\\_news\\_-\\_enero.pdf](http://www.mercadomila.com/componentes/imagenes/201601_noticias_mila_news_-_enero.pdf).

MILA news (Mayo 2016). MILA celebra su quinto aniversario y trabaja para profundizar las instancias de integración regional, recuperado de:

[http://www.mercadomila.com/home/files/comunicados/2016/201605\\_Noticias\\_MILA\\_News\\_Junio2.pdf](http://www.mercadomila.com/home/files/comunicados/2016/201605_Noticias_MILA_News_Junio2.pdf)

## Apéndice 1

Guía de Entrevista hacia participantes del mercado involucrados en las operaciones de bolsa de valores, sobre el atractivo que puedan tener en la inversión y emisión de títulos dada la integración de Mercado de Valores de El Salvador y Panamá.

Fecha: \_\_\_\_\_

Hora: \_\_\_\_\_

Lugar: \_\_\_\_\_

Entrevistados: \_\_\_\_\_

Firma: \_\_\_\_\_

Entrevistador: \_\_\_\_\_

Propósito de la entrevista:

La presente entrevista busca recopilar datos para un estudio acerca del atractivo que puede generar para un inversionista el convenio entre El Salvador y Panamá de integrar sus Bolsas de Valores. La información es de carácter confidencial y se utilizará únicamente para propósitos de estudio.

1. Las operaciones internacionales han caído del 11% al 4% entre el 2014 y 2015, desde su perspectiva ¿Considera a la integración de ambas bolsas de valores como oportunidad de atraer mayor inversión Panameña a El Salvador?



- ¿Considera Ud. que esta integración atraería a empresas que no cotizan actualmente en bolsa? ¿Por qué?
2. ¿Cuáles cree Ud.? ¿Que podrían ser los beneficios y obstáculos para emisores e inversionistas locales tras la integración de las bolsas de valores de El Salvador y Panamá?
  3. Según su punto de vista. ¿Cuál es la diferencia entre invertir en un mercado integrado e invertir en títulos extranjeros inscritos en la bolsa de valores de El Salvador?, tal cual se maneja a la fecha ¿Mejorarán las condiciones de negociación?
  4. Panamá mantiene emisiones inscritas en El Salvador como la del financiamiento del aeropuerto de Tocumen, ¿Cree Ud. que existe el riesgo que al integrar las bolsas de valores los capitales nacionales se inviertan más en Panamá y se deje de percibir inversión en El Salvador? De ser así, ¿Cómo puede ser contrarrestado este efecto?
  5. Al cierre del 2015 el mercado de reportos representó el 77% del total de valores negociados, mientras que en Panamá a la misma fecha significó únicamente un 6% ¿Considera Ud. que los reportos se convierten en un incentivo para el mercado panameño donde sus valores se negocian principalmente en el mercado primario? ¿Existe la oportunidad de potenciar el mercado primario o secundario como alternativa?

6. ¿Conoce Ud. si la Bolsa de Valores de El Salvador ofrece instrumentos diferentes a los que se ofrecen en la Bolsa de Panamá? ¿Considera que puedan ser atractivos para inversionistas Panameños?
7. En el caso de Latinoamérica las casas corredoras de bolsa bursátiles se definieron como operadores remotos y son los que realizan las operaciones de compra y venta en cualquier plaza bursátil según órdenes de sus clientes, para El Salvador ¿En qué consiste para una casa corredora de bolsa operar como un intermediario remoto? ¿Qué ventajas tiene para emisores e inversionistas sobre el actual proceso de adquisición de valores extranjeros?
8. Se sabe que a partir del año 2015 se acordó que todas las operaciones bursátiles realizadas por no domiciliados en El Salvador se les gravaría con una retención de ingresos del 3% y no del 20% como se manejaba anteriormente, ¿Que otros estándares o normativas se han aplicado o se aplicarán para incentivar la inversión en El Salvador? ¿Son competitivas con las que maneja el país de Panamá?
9. Por último y desde su punto de vista representando (nombre de la institución a la que representa) ¿considera Ud. que las operaciones de bolsa (volúmenes de negociación, capitalización bursátil, mayor diversificación de instrumentos, etc.) se verán incrementadas con la integración de las bolsas de valores de El Salvador y Panamá?