

**UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRES**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y FINANCIERAS**  
**CARRERA DE ECONOMIA**



**TESIS DE GRADO**  
**DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES PARA LA**  
**CAPTACION DE RECURSOS HACIA LA INVERSIÓN**  
**PRODUCTIVA EN BOLIVIA (1990 -2008)**

**POSTULANTE : MARIA ELIZABETH MENA SALOMON**  
**TUTOR : Lic. VLADIMIR GUTIERREZ LOZA**  
**RELATOR : Lic. PABLO CALDERON**

**LA PAZ - BOLIVIA**  
**2011**

## *DEDICATORIA*

- *A mi mamá Elizabeth cuya presencia en mi existencia ratifica la suerte que he tenido de pertenecerle por ello creo que este trabajo y los que vienen tienen su silueta.*
- *A mi hijita Nicole que con sus sonrisas y alegrías demuestra que vale la pena vivir y cuando me dice mamá además de la satisfacción que me genera me hace recuerdo del compromiso que tengo con ella de avanzar y darle lo mejor.*

## *AGRADECIMIENTOS*

*Son numerosas las personas a las que debo agradecer por ayudarme en el logro de mi carrera, es demasiado poco, el decir gracias, pero en el fondo de mí ser eternamente les estaré agradecida y siempre presto a tenderles una mano cuando así lo requieran. Sin embargo, resaltare solo algunas de estas personas sin las cuales no hubiese hecho realidad este sueño tan anhelado como es la culminación de mi carrera universitaria:*

*En primer lugar a Dios porque siempre guió mis pasos, a mi ángel por cuidarme, a mi hijita Nicole que es la reina de mi vida y la fuerza que me alienta cada día, a mis hermanos Hugo, Daniel y Leticia por estar siempre a mi lado. A mis papas por todo el apoyo que me brindan dándome siempre la fuerza para seguir caminando y poder lograr este sueño tan anhelado, a Luis P. por su apoyo incondicional y finalmente a mis Tutores: Vladimir Gutierrez por haberme guiado en el transcurso de toda esta etapa enseñándome y guiándome y a Pablo Calderón por haberme colaborado en el desarrollo de este trabajo.*

## Contenido

<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
--------------------------	----------

### **CAPITULO I**

#### **PROBLEMÁTICA – METODOLOGÍA**

1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	4
1.2. OBJETIVOS .....	5
1.3. PLANTEAMIENTO DE LA HIPÓTESIS .....	5
1.4. JUSTIFICACIÓN .....	6
1.5. ALCANCES DE LA INVESTIGACIÓN.....	8
1.6. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	9
1.7. FUENTES Y TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN.....	9

### **CAPITULO II**

#### **MARCO TEÓRICO**

2. SISTEMA FINANCIERO.....	12
2.1. EL MERCADO DE VALORES.....	13
2.2. TÍTULOS - VALORES .....	24
2.3. TÍTULOS — VALORES EN BOLIVIA.....	28
2.4. LA BOLSA DE VALORES .....	38

### **CAPITULO III**

#### **MARCO PRÁCTICO**

3.1. LOS MERCADOS FINANCIEROS Y SU RELACIÓN CON LA TEORÍA DE LA CARTERA.....	51
3.2. LA BOLSA BOLIVIANA DE DE VALORES- CARACTERIZACIÓN .....	61
3.3. SISTEMA BANCARIO NACIONAL.....	65
3.4. EL COMPORTAMIENTO DE LA BOLSA DE VALORES Y SU RELACIÓN CON EL SISTEMA BANCARIO NACIONAL .....	70
3.5. LA CAPTACIÓN DE LIQUIDEZ Y CAPITAL DEL SECTOR PRIVADO.....	73
3.6. OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCB .....	83
CUADRO 1 .....	84
CUADRO 2.....	87
3.7. LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCB .....	88
CUADRO 3.....	89
CUADRO 4.....	91
CUADRO 5 .....	92

CUADRO 6 ..... 93

**CAPITULO IV**

**4. EVALUACIÓN DE RESULTADOS Y VERIFICACIÓN DE LA HIPÓTESIS**

4.1. EVALUACIÓN DE RESULTADOS ..... 95

CUADRO 7 ..... 96

4.2. VERIFICACIÓN DE LA HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN ..... 97

**CAPITULO V**

**5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

5.1. CONCLUSIONES ..... 101

5.2. RECOMENDACIONES ..... 103

BIBLIOGRAFÍA ..... 104

BIBLIOTECA DE ECONOMIA

# **DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES PARA LA CAPTACION DE RECURSOS HACIA LA INVERSION PRODUCTIVA EN BOLIVIA (1990 – 2008)**

## **INTRODUCCION**

El Mercado de Capitales tiene un rol importante en la dinámica de la economía porque contribuye al desarrollo del sector productivo, público y privado, a través del financiamiento. Se hizo frecuente el manejo de instrumentos financieros que permitan generar un mayor desarrollo para lograr competitividad en mercados cada vez más exigentes y que precisan al máximo de eficiencia, eficacia y economía.

Las estrategias más importantes son las relacionadas al Mercado de Valores que, en gran medida, otorgan evidencia del grado de desarrollo que tiene el mercado financiero en Bolivia.

El mercado de Valores Boliviano se inició por los años 1989, motivo fundamental de su establecimiento el de instituir un mercado de capitales captando recursos necesarios para orientarlos hacia la inversión productiva en el país.

Las transacciones efectuadas en la rueda de la Bolsa Boliviana de Valores fueron operaciones de compra – venta de certificados de depósito negociables del Banco Central de Bolivia, conforme a normas establecidas.

Desde ese momento en la bolsa se efectuaron operaciones con instrumentos de corto plazo y de renta fija, como los Certificados de Depósito emitidos por el Banco Central de Bolivia, las letras del Tesoro General de la Nación y posteriormente los Depósitos a Plazo Fijo emitidos por el Sistema Bancario Nacional, operaciones que representan un 99.9%. Es decir que el mercado nacional experimentó un lento avance en su desarrollo debido a las siguientes características:

- ❖ Mercado de renta fija, debido a que prácticamente el 100% de todos los títulos valores inscritos y transados son de renta fija.
- ❖ Escasa variedad de títulos valores.
- ❖ Transacciones concentradas en depósitos a plazo fijo (DPF's).
- ❖ Limitada participación de emisores e inexistencia de inversionistas institucionales.
- ❖ Escaso potencial — a corto y mediano plazo— de contar con variedad de emisores y títulos valores nacionales.
- ❖ Insuficiencia de ahorro interno.
- ❖ Rigidez en el marco regulatorio que no permite el desenvolvimiento eficiente de los agentes económicos que quisieran formar parte del mercado de capitales.
- ❖ La estructura anterior no ofrecía al inversionista seguridad para competir en este mercado existiendo hermetismo e impidiendo la inversión de agentes dispuestos a invertir en el mercado bursátil.

Esta situación convirtió al Mercado de Valores prácticamente en un mercado interbancario, donde los montos transados y el nivel alcanzado por las tasas de rendimiento dependen directamente de la situación de liquidez de los diversos bancos que han inscrito sus Depósitos a Plazo Fijo (DPF's) en bolsa, contribuyendo de esta manera al desarrollo del mercado de dinero, que es aquel en el cual las empresas públicas o privadas satisfacen sus necesidades de recursos a corto plazo, sobreponiéndose al mercado de capitales, que es aquel en el cual el desarrollo de emisiones de bonos y acciones a mediano y largo plazo, permiten reactivar la economía a las empresas que tendrían un capital destinado a inversiones productivas en el país.

# **CAPITULO I**

# **FUNDAMENTOS GENERALES**

BIBLIOTECA DE ECONOMIA



## 1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El mercado de capitales hasta el momento viene desarrollando operaciones que tienen como resultado dos aspectos importantes:

Se está trabajando con LT's (Letras del Tesoro General de la Nación), manipuladas por la Política Monetaria, y con CD's (Certificados de Depósitos emitidos por el Banco Central de Bolivia), para controlar la liquidez monetaria en la economía nacional.

Las operaciones de instrumentos de corto plazo o de renta fija inciden, en su gran magnitud, a que se desarrolle en mayor cuantía el "mercado de dinero"<sup>1</sup> simplemente, sobreponiéndose al "mercado de capitales"<sup>2</sup>, cuyo desarrollo es más importante al interior de la Bolsa de Valores ya que permitiría reactivar la economía nacional canalizando recursos a las inversiones productivas. Al respecto, se tiene que las operaciones de corto plazo, en el mercado de dinero, ascienden a un 99.9% respecto a las operaciones de largo plazo, en el mercado de capitales.<sup>3</sup>

Este hecho hace que solamente se esté beneficiando a la Banca Privada mediante la obtención de mayor liquidez y rentabilidad a través de uno de los instrumentos que más se transa en la Bolsa: DPF's (Depósitos a Plazo Fijo).

Por el tipo de operaciones que lleva a cabo la Bolsa de Valores en Bolivia, hasta el momento es un claro indicador que esta institución aún no está cumpliendo con sus objetivos, es decir, que no se está captando los recursos monetarios necesarios como para orientarlos hacia la inversión productiva, a través del Mercado de capitales.

Por tanto, el problema de investigación puede formularse como sigue:

---

<sup>1</sup> En el mercado de dinero se negocian títulos-valores emitidos a plazos menores o iguales a un año, es decir, de corto plazo. BOLSA BOLIVIANA DE VALORES. "Informe Seminario Taller", Editorial BBV S. A., La Paz, Bolivia, p. 3.

<sup>2</sup> En el mercado de capitales se negocian títulos valores emitidos a plazos mayores a un año, es decir, de mediano o largo plazo. BOLSA BOLIVIANA DE VALORES. Obra cit., p. 4.

<sup>3</sup> BOLSA BOLIVIANA DE VALORES. Boletín Quincenal: *Hoj@ Bursátil*, Año 1, No. 3, La Paz, 2003.

“¿Cuál será el efecto de la sobreposición del mercado de dinero sobre el mercado de capitales en la captación de recursos para la inversión productiva de nuestro medio?”

## **1.2. OBJETIVOS**

### **1.2.1. Objetivo general**

Determinar el efecto de la sobreposición del mercado de dinero sobre el mercado de capitales en la captación de recursos para la inversión productiva, considerando el desarrollo del mercado de valores boliviano.

### **1.2.2. Objetivos específicos**

- Analizar la existencia o no del mercado de capitales en Bolivia.
- Cuantificar la actividad del mercado de capitales en su relación con el financiamiento hacia la inversión productiva a través de operaciones de instrumentos de largo plazo.
- Analizar las causas por las que no se ha diversificado el mercado de capitales en Bolivia a partir de la creación de la Bolsa Boliviana de Valores.
- Determinar el efecto de la sobreposición del mercado del dinero sobre el mercado de capitales, considerando las transacciones con instrumentos financieros de corto y largo plazo.

## **1.3. PLANTEAMIENTO DE LA HIPOTESIS**

Al existir sobreposición del mercado de dinero sobre el mercado de capitales se genera un efecto restricción en la diversificación de títulos- valores, lo cual beneficia a la Banca privada Nacional, en desmedro de la captación de recursos para el financiamiento de la actividad productiva de nuestro país.

## **1.4. JUSTIFICACIÓN**

### **1.4.1. Justificación teórica**

El presente trabajo de investigación es importante para determinar las perspectivas de financiamiento que ofrece el mercado bursátil. En este sentido, interesa conocer la relevancia del mercado de valores como una mejor alternativa de financiamiento, principalmente al sector productivo del país, de ahí que resulta importante conocer los lineamientos que rigen el comportamiento del mercado de valores (Bolsa Boliviana de Valores), desde los inicios de su funcionamiento e identificar quiénes son los verdaderos beneficiarios.

Los motivos por el que se estableció la Bolsa de Valores en Bolivia, fue principalmente para desarrollar un Mercado de Capitales que está relacionado con los mercados de valores más importantes a nivel internacional. Las operaciones de la Bolsa causaron mucha expectativa en el mercado financiero boliviano.

Es así que en la apertura de las operaciones de la Bolsa de Valores, el año 1989, se inició de una forma general con operaciones de instrumentos de corto plazo, tales como Depósitos a Plazo Fijo (DPF's), Certificados de Depósitos emitidos por el Banco Central de Bolivia (CD's) y posteriormente las Letras del Tesoro (LT's).

Esta situación denota que las transacciones de instrumentos de largo plazo son escasos en la Bolsa de Valores, aunque en los últimos años se ha venido transando acciones pero de una forma reducida en cuantía.

### **1.4.2. Justificación metodológica**

La Justificación metodológica, puede ser definida como “el uso de metodología y técnicas específicas”<sup>4</sup> que serán útiles para poder realizar una aproximación realista al objeto de estudio y verificar los hechos de los cuales está formado el problema.

Se efectuará un estudio analítico sobre el comportamiento y las tendencias del mercado bursátil a escala nacional, identificando los obstáculos o beneficios del mercado secundario.

El método deductivo, nos permitirá cuantificar a partir de datos generales sobre el comportamiento general del Mercado de Valores boliviano y en particular al mercado de capitales.

Como resultado de la investigación se planteará una fase descriptiva en la que se proponga una solución a la problemática existente.

### **1.4.3. Justificación práctica**

El tema objeto de la investigación nos permite indagar el comportamiento de la captación de recursos hacia la inversión productiva a través del mercado de capitales.

Sin duda, Bolivia atraviesa una etapa en la cual necesita nuevos criterios y planteamientos para la reactivación económica a fin de alivianar su paupérrima situación económica.

---

<sup>4</sup> MENDEZ ALVAREZ, Carlos, “*Metodología, Guía para elaborar diseños de investigación en ciencias económicas contables y administrativas*”, Editorial McGraw-Hill, Santafé de Bogotá, 1988, p. 58.

La Ley de Valores amplía oportunidades para los entes económicos (inversionistas, empresas, gobierno) involucrados y por involucrarse la Bolsa Boliviana de Valores, los que deberán aprovechar su rendimiento dentro del mercado, tomando en cuenta el tiempo, la actuación del mercado actual, sus posibilidades de crecimiento y los beneficios que traerán en un futuro próximo.

## **1.5. ALCANCES DE LA INVESTIGACIÓN**

### **1.5.1. Ámbito geográfico**

El ámbito geográfico en el que se desenvuelve la investigación se circunscribiera al mercado financiero de Bolivia, específicamente a la Bolsa de Valores que se encuentra en la ciudad de La Paz y a todos los agentes que participan en ella, como ser: inversionistas, agentes económicos, personas naturales (que deseen participar en una alternativa clara para hacer frente a la falta de efectivo y falta de recursos financieros para la realización de inversiones productivas).

### **1.5.2. Ámbito legal**

El 31 de Marzo de 1998, se emitió la Ley N° 1834 (Ley del Mercado de Valores), con el objetivo principal de regular y promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente. De esa forma, la Ley abrió espacios para las empresas interesadas en la participación del mercado bursátil, hecho que generó la posibilidad de crecimiento y actualización con relación al nivel alcanzado por otros países en este ámbito.

Además el aspecto legal está enmarcado por el Decreto Supremo N° 25022, Reglamento a la Ley del Mercado de Valores y la Resolución Administrativa N° 110, Reglamento del Registro del Mercado de Valores, Código de Comercio y otras disposiciones.

### **1.5.3. Delimitación de Contenido**

Área General: Financiero – Económico

Área Específica: Sistema Financiero

Área Particular: Mercado de Valores – Bolsa de Valores

## **1.6. METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION**

### **1.6.1. Tipo de Estudio**

El trabajo objeto de la investigación se efectuara a través de un Estudio Descriptivo, ya que es el más adecuado en los casos de la economía, la administración y las ciencias contables, es posible llevar a cabo un conocimiento de mayor profundidad que el exploratorio. Este define el estudio descriptivo cuyo propósito es la delimitación de los hechos que conforman el problema de investigación<sup>5</sup>

Asimismo, el análisis de la presente investigación se lo efectuará tomando en cuenta el método deductivo que va de lo general a lo particular, para explicar las características de los hechos relacionados con el tema. El método deductivo, es un proceso de conocimiento que se inicia con la observación de fenómenos generales con el propósito de señalar las verdades particulares contenidas explícitamente en la situación general.<sup>6</sup>

## **1.7. FUENTES Y TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN**

### **1.7.1. ESTUDIO DOCUMENTAL**

Para los fines del presente trabajo de investigación, se recurre a fuentes de información especializadas, relacionadas con la literatura financiera inherente al tema de investigación, tales como Memorias y Boletines Informativos de la Bolsa Boliviana de

---

<sup>5</sup> MÉNDEZ ÁLVAREZ, Carlos Eduardo: METODOLOGÍA: Guía para la Elaborar Diseños de Investigación en Ciencias Económicas, Contables y Administrativas.

<sup>6</sup> IBIDEM

Valores, de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras<sup>7</sup>, del Banco Central de Bolivia, revistas especializadas y cualquier otro tipo de publicaciones.

Asimismo, se consultará las Memorias Anuales, Boletines y cualquier otra documentación elaborada y publicada por los propios agentes económicos que participan en el mercado de valores boliviano, en el período de estudio.

### **1.7.2. PROCESAMIENTO DE DATOS**

Los datos y la información numérica que describe el comportamiento de las variables inherentes a la intermediación financiera de las cooperativas de ahorro y crédito serán debidamente tabulados y sistemáticamente procesadas en cuadros, figuras, gráficos y otros.

---

<sup>7</sup> A partir del 2009 la SBEF cambia de denominación a ASFI (Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero)

# Capítulo II

# MARCO TEORICO

BIBLIOTECA DE ECONOMIA



## CAPITULO II

### MARCO TEORICO

---

#### 2. SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero es el conjunto de entidades financieras dedicadas a la intermediación financiera de recursos y son aquellas encargadas de recibir fondos del público (excedentes de liquidez de los agentes superavitarios) y colocar los mismos (hacia los agentes deficitarios de fondos). Comprende a las entidades bancarias y no bancarias, mercado de valores (bolsa de valores) así como también a los organismos supervisores y fiscalizadores, incluyendo al Banco Central.

El sistema financiero es una pieza fundamental en la estructura de la economía y la más sensible a las fluctuaciones de las expectativas y confianza del sector privado. En él se reflejan las percepciones que el público tiene respecto al manejo de las finanzas estatales, la evolución de la inflación y el tipo de cambio<sup>8</sup>.

La Ley de Bancos y Entidades Financieras<sup>9</sup>, define como Sistema Financiero al conjunto de entidades financieras autorizadas para funcionar como tal. Mientras a las entidades financieras las define como aquellas personas jurídicas domiciliadas en el país, cuyo objetivo social está referido al campo de la intermediación y de servicios financieros.

Lo que el sistema financiero aporta a la economía depende de la cantidad y la calidad de sus servicios, así como de la eficiencia con que los proporciona; si no existieran estos servicios, las economías tendrían que limitarse a la llamada “autosuficiencia” o al trueque, lo que obstaculizaría la producción especializada en la cual se basa la economía moderna capitalista. Los intermediarios financieros son organizaciones que prestan

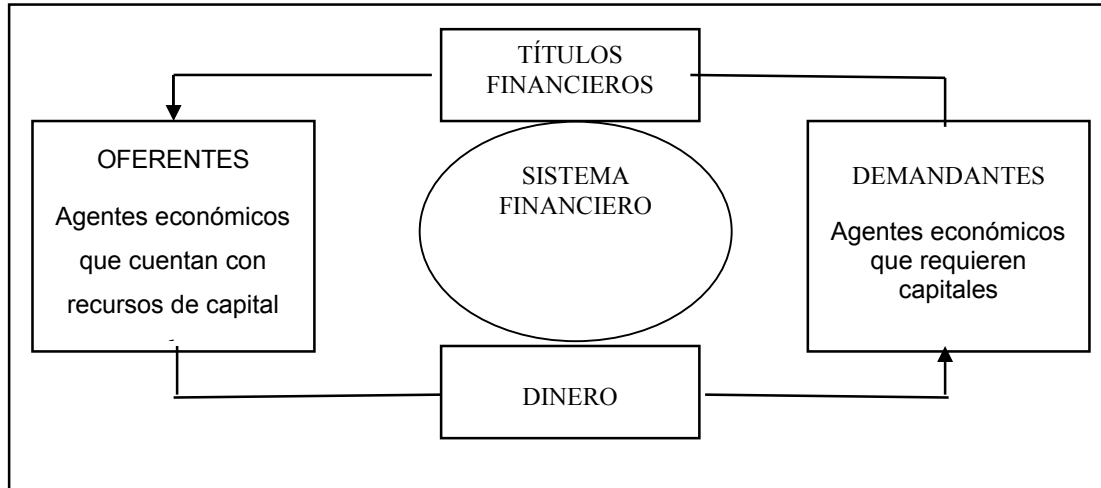
---

<sup>8</sup> Banco Central de Bolivia, Lecturas de Política Económica, Imagen y Creación, 2001

<sup>9</sup> Ver Ley N° 1488, 1995.

servicios para reunir a los oferentes de dinero con los demandantes de dinero como se observa a continuación

### **INTERMEDIARIOS DEL SISTEMA FINANCIERO**



FUENTE: Elaboración Propia

Los intermediarios financieros tienen cuatro funciones:

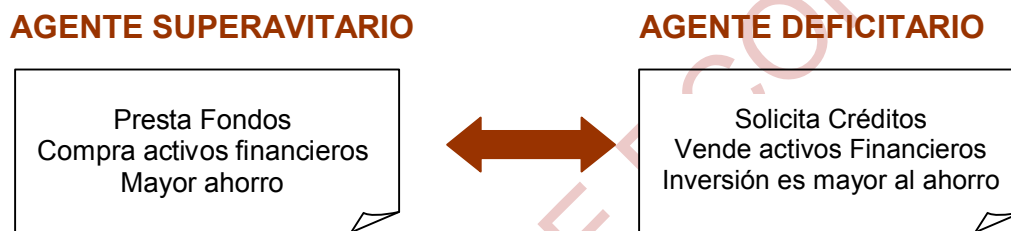
- Facilitar el proceso ahorro-inversión, contactando a los oferentes con los demandantes de dinero.
- Minimizar los costos de transacción, de información y análisis económico-financiero de las operaciones.
- Diversificar las posibilidades de ahorro.
- Determinar los precios de los recursos actualmente.

#### **2.1. EL MERCADO DE VALORES**

El mercado como se conoce de manera general, es el lugar en donde se produce la oferta y demanda de bienes, servicios o valores y específicamente “el Mercado de

Valores es aquel donde se ofrece y demanda títulos-valores; en torno a él se celebra un conjunto de operaciones y contratos que generan efectos financiero- jurídicos”<sup>10</sup>.

Este mercado “es un medio por el cual se canaliza recursos que muestran superávit hacia lo deficitario, a través de la emisión de valores, recurriendo a los intermediarios con que cuenta este sistema, tales como la bolsa de valores, los agentes de bolsas, las cajas de valores, los fondos mutuos y otras entidades, estableciéndose una relación directa entre el agente superavitario y el deficitario, a través de la decisión del primero de dónde colocar sus recursos”<sup>11</sup>.



El mercado financiero nace en la concurrencia, por un lado, de los agentes superavitarios que luego de haber satisfecho sus necesidades financieras poseen excedentes que desean invertirlos adecuadamente; y del otro, los agentes deficitarios, aquellos cuyas necesidades financieras son mayores a sus disponibilidades de recursos y necesitan cubrir su déficit para realizar normalmente actividades productivas de inversión.

EL Mercado de Valores es un espacio económico-financiero que reúne a los oferentes y demandantes de valores. Surge y se desarrolla debido a que el capital es un bien escaso que no se encuentra en posesión o al alcance de todos. La carencia del capital necesario para realizar las actividades normales o las planificadas es la premisa esencial para la existencia de este mercado.

<sup>10</sup> CHAZAL PALOMO, José Antonio de. *Mercado de Valores, Banca y Comercio Internacional*, Editorial UPSA, Santa Cruz, 1996, p.4

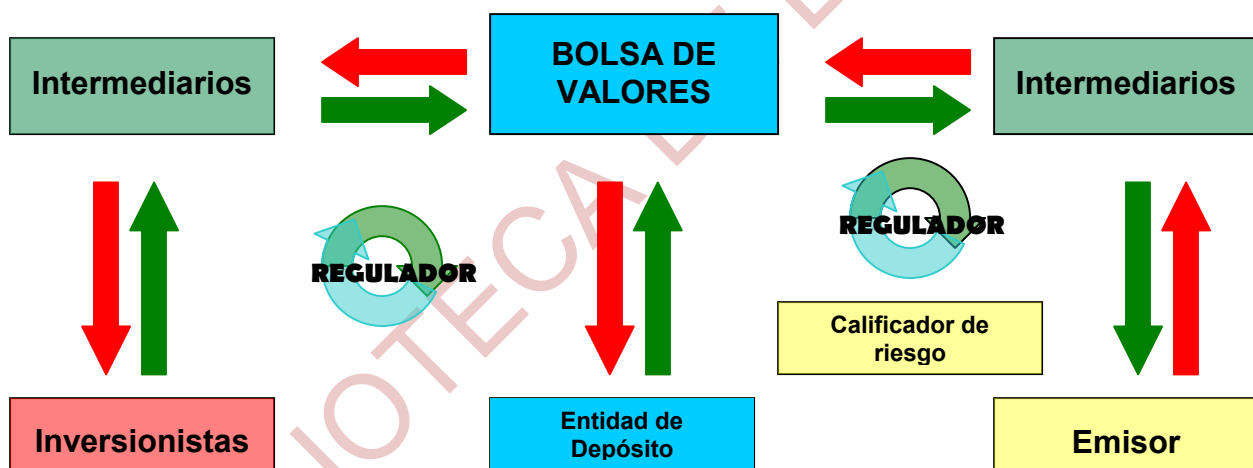
<sup>11</sup> MONTERO N. DEL P., Marcelo. *Seis Años de Mercado de Valores*, La Paz, octubre, 1995, p3.

El Mercado de Valores es parte de los mercados financieros, los que a su vez integran el Sistema Financiero. Como tal, en este mercado se intermedian recursos para financiar a quienes lo requieran, ofreciendo ventajas con relación a otras alternativas de financiamiento. En esta lógica se cumplen funciones tales como:

- Poner en contacto a oferentes y demandantes de valores
- Representar mecanismos de formación de precios
- Proporcionar liquidez a los valores

Para tener una idea más completa tengamos en cuenta el siguiente diagrama:

### ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES



Fuente: <http://www.bolsa-valores-bolivia.com/Folletos>

En este esquema se puede describir las funciones de cada uno de estos participantes:

- **Inversionista:** Es quién dispone de recursos que no necesita para sí de momento y los ofrece para financiar las oportunidades de ahorro o inversión que se le ofrezcan. Constituye el eje de atención del mercado. Los inversionistas que representan vehículos de inversión conjunta o colectiva se denominan inversionistas institucionales.

- **Intermediarios:** Son los que actúan de facilitadores para acercar a quienes ofrecen recursos (inversionistas) con quienes necesitan captar esos recursos (emisores u otros inversionistas). El intermediario típico es la Agencia de Bolsa, quién brinda sus servicios por una comisión.
- **Bolsa de valores:** Proporciona los medios y condiciones necesarias para la realización de transacciones (compra y venta) de valores. En ella participan sus miembros, que son usualmente los intermediarios.
- **Entidad de depósito:** Es una entidad que cubre dos funciones esenciales. Una, se encarga de posibilitar de manera ordenada la liquidación (pago y entrega de los valores) de las transacciones que se realizan en el mercado, especialmente en la Bolsa; y dos, custodia los valores que se negocian en este mercado.
- **Calificadora de riesgo:** Se encarga de evaluar con métodos especializados el riesgo de que los emisores de valores incumplan las obligaciones que asumen al colocar sus valores. La calificación se realiza normalmente sobre valores representativos de deuda o de contenido crediticio.
- **Emisor:** Es quién necesita disponer de recursos adicionales a los que viene generando, a fin de aplicarlos a sus proyectos o actividades. Para tal fin emite valores para captar esos recursos.
- **Regulador:** Este tiene la función de establecer las reglas que ordenan el funcionamiento del mercado, y además verificar que las mismas sean cumplidas. En la práctica existe más de una entidad, de diferente especialización, con labores de regulación que mantienen ingerencia en el Sistema Financiero.

### 2.1.1. PRINCIPIOS DEL MERCADO DE VALORES

Las cualidades y requerimientos del Mercado de Valores han hecho posible una serie de principios a los cuales está sujeto el Mercado de Valores.

#### **2.1.1.1. Protección al inversor**

Es la protección contra las acciones fraudulentas de cualquier persona o entidad que actúe en el Mercado de Valores, ya que el buen funcionamiento del Mercado de Valores depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversionistas en este modelo de mercado.

Las sociedades que los emiten y sobre las operaciones especiales que se realicen requieren reglas claras. La información es la base de la toma de decisiones por ello constituye el principal apoyo que debe darse en el mercado de valores.

#### **2.1.1.2. Transparencia**

Todo que contribuya a la comprensión del fenómeno económico y en particular del Mercado de Valores, debe ser claro, transparente y de carácter público.

#### **2.1.1.3. Igualdad**

Todos los inversionistas deben ser tratados por igual para evitar,, ventajas de unos frente al resto, de modo de ser tratados de una forma equitativa.

#### **2.1.1.4. Eficacia**

Se refiere a la actividad de control que realice una entidad oficial, referidas las actividades de supervisión, inspección y sanción, que deben realizarse de forma efectiva y continua, a la cual quedan sometidas todas las personas o entidades ligadas al Mercado de Valores.

### **2.1.1.5. Comportamiento ‘leal’ de los operadores**

Toda actividad debe existir el cumplimiento de normas tanto éticas como de conducta apropiada para un buen funcionamiento.

## **2.1.2. OBJETIVOS DE LOS MERCADOS DE VALORES**

### **2.1.2.1. Desintermediación**

Uno de los objetivos perseguidos es procurar una desintermediación entre los tomadores y oferentes de fondos, “lo cual no significa la desaparición de intermediarios, sino otra alternativa para la captación de recursos en los mercados de valores. El costo de intermediación suele ser menor al costo de intermediación de los mercados tradicionales”<sup>12</sup>.

### **2.1.2.2. Plazos más largos**

Otro de los objetivos es procurar plazos más largos para las transacciones, relacionadas con financiamientos que deben ser aplicados a proyectos de mediano y largo plazo en su maduración.

### **2.1.2.3. Mercado alternativo**

Es el objetivo más importante y significativo, está dado por “la necesidad de existencia de un mercado alternativo a los mercados financieros tradicionales”<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> CAMEX. *Financiamiento de la empresa a través de la Bolsa de Valores*, Seminario -Taller, La Paz, 1999, p. 1.

<sup>13</sup> CAMEX. Obra cit., p. 2.

### 2.1.3. CLASIFICACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

El Mercado de Valores puede ser clasificado bajo los siguientes criterios:

**2.1.3.1. De acuerdo a la naturaleza de venta de títulos** (si es o no la primera transacción).

**a) Mercado Primario**

Se considera como Mercado Primario a aquel que se desarrolla a partir de la suscripción y emisión de títulos de manera originaria. De forma más simple: Se conoce como Mercado Primario a la primera venta o colocación de valores emitidos por las empresas entre el público inversionista.

**b) Mercado Secundario**

Según la Ley del Mercado de Valores: El Mercado Secundario “comprende todas las transacciones, operaciones y negociaciones que se realizan con valores de oferta pública emitidos y colocados previamente a través de intermediarios autorizados”<sup>14</sup>. Es decir, que el Mercado Secundario es el conjunto de transacciones que se efectúa con los valores previamente emitidos en el Mercado Primario. Además, que “este mercado permite hacer líquidos los valores, es decir, su transferencia para convertirlos en dinero”<sup>15</sup>.

### 2.1.3.2. Según su organización:

**a) Mercado Bursátil:**

Según la Ley del Mercado de Valores: “Se entenderá como Mercado Bursátil, el encuentro de la oferta y la demanda de los valores inscritos en el Registro del Mercado

---

<sup>14</sup> GACETA OFICIAL DE BOLIVIA. *Ley 1834: Ley del Mercado de Valores*, Gaceta N° 2056, Título 1, art. 5, La Paz, 1998, p. 3

<sup>15</sup> SUPERINTENDENCIA DE VALORES, *Todo lo que usted debe saber acerca del Mercado de Valores*, Folleto, Intendencia de Valores, La Paz, 1998.



de Valores y en las Bolsas de Valores, realizadas en éstas por intermediarios financieros”<sup>16</sup>. Es decir, el Mercado Bursátil es el conjunto de operaciones que se realizan en la Bolsa de Valores.

#### **b) Mercado Extrabursátil**

La Ley del Mercado de Valores dice que: “Se entenderá como Mercado Extrabursátil, el que se realiza fuera de las bolsas, con la participación de intermediarios autorizados y valores inscritos”<sup>17</sup>. Es decir, todas las transacciones que se realizan fuera del Mercado Bursátil.

#### **2.1.3.3. Según el periodo de vigencia de los valores**

##### **a) Mercado de Dinero**

Se dice que el “Mercado de Dinero es aquel en el cual las empresas públicas y privadas pueden satisfacer sus necesidades de recursos a corto plazo”<sup>18</sup>. Es decir, que en este mercado se negocian valores emitidos a plazos menores o iguales a un año; o de corto plazo, que se emiten generalmente a renta fija preestablecida, que se cobra al final del plazo de vigencia (tal el caso de los CD’s, LT’s y DPF’s).

##### **b) Mercado de Capitales**

Tiene las mismas características que las del Mercado de Dinero, diferenciándose únicamente en que la negociación de títulos-valores es a mediano o largo plazo. En pocas palabras en este mercado se negocian valores emitidos a plazos mayores a un año.

El mercado de capitales es el “conjunto de instituciones financieras que canalizan la oferta y la demanda de préstamos financieros a largo plazo”<sup>19</sup>. Financieramente es “el lugar o sistema por medio del cual pueden satisfacerse las necesidades de capital de la

<sup>16</sup> GACETA OFICIAL DE BOLIVIA. *Ley 1834*, Ob. cit.

<sup>17</sup> Idem.

<sup>18</sup> CHAZAL PALOMO, José Antonio de. Ob. cit, p. 12.

<sup>19</sup> CARVENZA — AVELLANEDA. *Diccionario Bilingüe de Términos Financieros*, Editorial McGraw Hill, Santafé de Bogotá, 2002.

empresa”<sup>20</sup>, o lo que es lo mismo, sus necesidades para llevar adelante proyectos de envergadura, como ser aumento de la capacidad productiva, diversificación de actividades, etc. (tal el caso de las Acciones y los Bonos).

#### 2.1.3.4. Según la rentabilidad que otorgan los valores

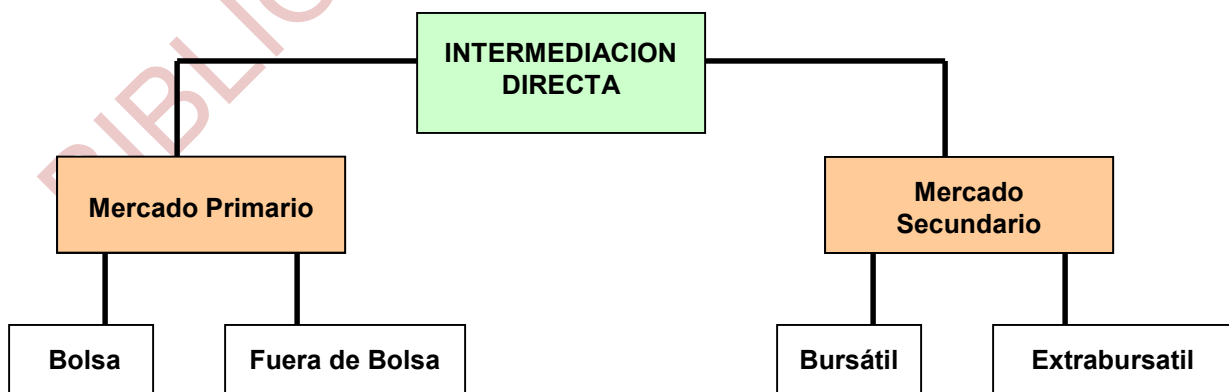
##### a) De Renta Fija

En este mercado se negocian valores que otorgan una tasa de rendimiento fija preestablecida para su plazo de vigencia, es decir, que el rendimiento de los títulos-valores no varía y se mantiene en el porcentaje establecido al concretar la operación bursátil.

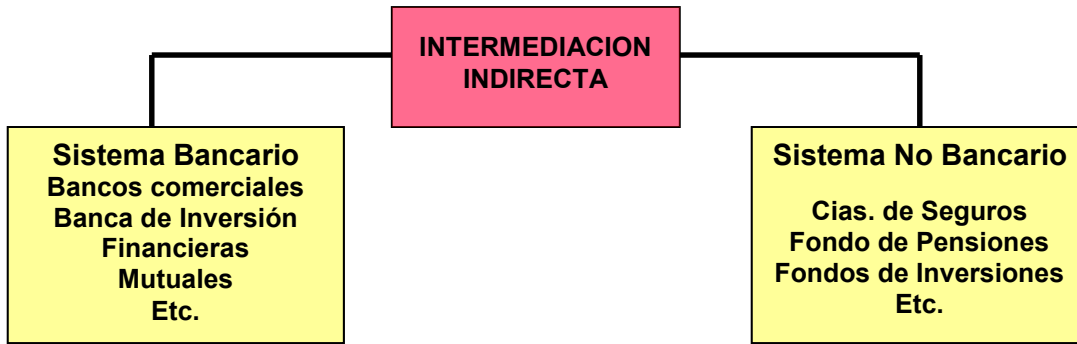
##### b) De Renta Variable

Es donde se negocian valores cuyo rendimiento no es fijo ni preestablecido. Los rendimientos varían de acuerdo al desempeño de la empresa que los emitió y al precio de los mismos según su cotización en la bolsa, en función a las expectativas de los flujos de dinero que generará la empresa en el futuro.

#### ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS



<sup>20</sup> ROSENBER, Jerry. *Diccionario de Administración y Finanzas*, Ed. Océano, Barcelona, 2001



## SEGMENTOS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS



Fuente: Recopilación de Normas y Reglamentos sobre Valores

### 2.1.4. VENTAJAS DEL MERCADO DE VALORES

#### 2.1.4.1. Generales

Los principios aplicados en el Mercado de Valores son:

- Un mercado alternativo y complementario a los mercados financieros tradicionales.
- Presenta un costo de intermediación financiera menor.

- El inversionista participa directamente en las decisiones de su inversión conociendo el destino de sus recursos.
- Presenta mayores plazos de financiamiento.
- Al ser más accesibles tanto para emisores como para inversionistas los costos de financiamiento son menores y los rendimientos más atractivos con relación al riesgo de la inversión.

#### **2.1.4.2. Para las empresas.**

- Las empresas emisoras obtienen recursos a menor costo debido a que la obtienen directamente de los inversionistas.
- Las empresas definen las condiciones en las que desean captar recursos, es decir, los plazos, tasa de interés, modalidad de pago, etc.
- Las empresas pueden encontrar inversionistas que deseen participar (mediante acciones) en el desarrollo de su empresa, es decir, se capitalizan.
- Obtienen fuentes diversificadas de recursos y por ello pueden atender y programar más eficientemente sus necesidades financieras.
- El Mercado de Valores es un medio de mostrar la empresa, mediante el conocimiento de sus fortalezas y oportunidades, es decir, proyecta su imagen corporativa.

#### **2.1.4.3. Para el inversionista.**

- La decisión de inversión se ve facilitada por la cotización de una gran variedad de valores, que permite incluso, que el pequeño inversionista pueda acceder a inversiones rentables.
- La normativa ampara y protege al inversionista.

- De todo lo anterior le permite generar una cartera de inversiones compuesta por diferentes valores que difieren en plazo, liquidez, riesgo y rentabilidad, según el emisor y las condiciones del mercado.

## 2.2. TÍTULOS - VALORES

Según el Código de Comercio: “Título-valor es el documento necesario para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo consignado en él mismo”<sup>21</sup>, además de ser susceptible de ser transado en el Mercado de Valores. (“Son documentos que incorporan en sí mismos un valor económico independiente de la obligación que los genera”<sup>22</sup>).

Las características propias de los títulos-valores son:

- Es necesario porque el tenedor debe exhibirlo para ejercer su derecho.
- Es literal porque en el título se explicitan tales derechos.
- Es autónomo porque los derechos consignados en el título pueden ser ejercitados por el tenedor del mismo independientemente (autónomamente) de las relaciones mercantiles que determinaron su creación.
- La referencia a la legitimación se basa en que el tenedor debe poseer el título-valor para ejercer los derechos relativos a dicha posesión.

Según la Ley del Mercado de Valores, “la expresión valor comprenderá su acepción documentaria así como su representación en anotación a cuenta”<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> CODIGO DE COMERCIO DE BOLIVIA, Decreto Ley 14379 vigente desde 1/ene/1978, Art. 491, La Paz.

<sup>22</sup> CHAZAL, José Antonio de. Ob. Cit., p. 49.

<sup>23</sup> GACETA OFICIAL DE BOLIVIA. Ley 1834, Ob. cit., Título, Art. 2, p. 2.

Es decir, que el término valor engloba a los títulos - valores documentarios así como los que son representados mediante anotaciones a cuenta, es decir, títulos - valores “desmaterializados” que son representados de manera informática, que para su circulación no requieren de su entrega material, sino sólo de cambios en los registros que lleva una entidad de depósito.

## **2.2.1. CLASIFICACIÓN DE LOS VALORES**

### **2.2.1.1. Por su naturaleza**

#### ***a) Títulos - Valores de Participación***

Constituyen valores que representan un derecho como parte del todo, son valores que le otorgan al tenedor de los mismos, participación en un patrimonio específico (capital de una sociedad). Es el caso de las acciones que representan una alícuota parte del capital social de una Sociedad Anónima.

#### ***b) Títulos - Valores de Contenido Crediticio***

Representan una relación acreedor - deudor, o sea, contienen elementos de naturaleza crediticia que los caracteriza, expresando monto, plazo, acreedor y deudor. Son valores que representan una obligación para el emisor o una alícuota parte de un crédito colectivo emitido por este. Es el caso de los bonos emitidos por las empresas, en los que el tenedor es el acreedor del emisor.

#### ***b) Títulos - Valores Representativos de Mercancías***

Son valores que le otorgan al tenedor de los mismos, el derecho de propiedad de determinados bienes o mercancías. Es el caso de los certificados de depósito y los bonos de prenda o warrants.

### **2.2.1.2. Por la garantía que presentan:**

#### **a) Títulos — Valores con garantía quirografaria**

Son valores garantizados por todos los bienes existentes (presentes) y futuros del emisor, es decir, por el patrimonio de la sociedad.

#### **b) Títulos — Valores con garantía hipotecaria**

Son valores garantizados por la hipoteca constituida sobre un bien inmueble.

#### **c) Títulos — Valores con garantía prendaria**

Son valores garantizados por la prenda constituida sobre un determinado bien.

#### **d) Títulos — Valores con garantía colateral**

Son valores que le otorgan al tenedor de los mismos una garantía adicional (colateral) a la principal garantía que pueden ser todas o algunas de las anteriores.

### **2.2.1.3. Por la emisión (su portador)**

#### **a) Títulos — Valores al portador**

Son valores en los que el portador (cualquier persona) es quien ejerce los derechos y “acciones” que corresponden al título, sin diferenciar monto, calidad o condiciones. Vale decir que los valores al portador no están expedidos a favor de una persona determinada sino a favor de su tenedor, quienquiera que éste sea; son valores transferibles por simple tradición, a la sola exhibición del mismo, por tanto, los derechos consignados son ejecutables por el tenedor del mismo.

## **b) Títulos — Valores a la orden**

Según el Código de Comercio son “títulos-valores expedidos a favor de una determinada persona en los cuales se expresa a la orden y se transmitirán por endoso y entrega del título, sin necesidad de registro por parte del acreedor”<sup>24</sup>.

## **c) Títulos — Valores nominativos**

El nombre de su titular, están registrados en un libro, documento o registro especial que necesariamente debe coincidir con los datos del poseedor legítimo. Así, “el título - valor será nominativo, cuando en él o en la norma que rige su creación, se exija la inscripción del tenedor en el registro que lleva el creador del título. Sólo será reconocido como tenedor legítimo quien figure a la vez en el documento y en el registro correspondiente”<sup>25</sup>. Son transferibles por endoso, debiendo inscribirse al nuevo propietario en el registro de la sociedad emisora.

### **2.2.1.4. Según la remuneración que otorga al tenedor**

#### **a) Títulos — Valores de renta variable**

Los valores de renta variable son aquellos que otorgan al tenedor una remuneración que no puede ser determinada previamente ni en cuanto a la fecha de pago ni en cuanto al monto de remuneración (es el caso de las acciones).

#### **b) Títulos — Valores de renta fija**

Son valores que otorgan al poseedor una remuneración previamente determinada en cuanto a fecha y monto. Otros títulos - valores, de acuerdo a la forma de remuneración son:

#### **c) Títulos — Valores a rendimiento**<sup>26</sup>

---

<sup>24</sup> CÓDIGO DE COMERCIO DE BOLIVIA. Ob. cit., Art. 520.

<sup>25</sup> Idem. Art. 516.

<sup>26</sup> CAMEX. Ob. cit., p. 17.



Son valores que devengan un interés a favor del tenedor, calculado sobre el valor nominal. En este caso se utiliza una tasa de rendimiento.

#### **d) Títulos — Valores a descuento<sup>27</sup>**

Son valores que son colocados o adquiridos con un descuento sobre su valor nominal y rescatados al valor nominal pleno. En este caso se utiliza una tasa de descuento.

### **2.3. TÍTULOS — VALORES EN BOLIVIA**

#### **2.3.1. CLASES DE TÍTULOS — VALORES EN EL MERCADO DE VALORES DE BOLIVIA**

##### **2.3.1.1. Acción**

Es un título - valor de contenido patrimonial y representa una alícuota parte del capital social de una sociedad anónima. Existen acciones ordinarias y acciones preferidas.

##### **a) Las acciones ordinarias**

Fundamentalmente otorgan a los accionistas el derecho a voz y voto, además de percibir una remuneración en forma de dividendos según los resultados de la gestión.

##### **b) Las acciones preferidas**

Son aquellas que confieren ciertos beneficios preferenciales o privilegios de orden económico en lo relativo a los dividendos o a la preferencia en las cuotas de disolución y confieren al accionista el derecho a voz y voto en las juntas extraordinarias y sólo a voto en las ordinarias.

---

<sup>27</sup> Ídem.p.11.

Las acciones pueden ser emitidas al portador, a la orden o ser nominativas (en el mercado nacional suelen ser emitidas en forma nominativa). Son libremente negociables en la bolsa.

El capital social de una empresa debe estar dividido en acciones de igual valor y estas deben tener un valor nominal de cien bolivianos o múltiplos de cien.

Las acciones pueden ser negociadas en oferta pública, previo autorización de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros e inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

#### **2.3.1.2. Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia (CD's o CEDES)**

Son valores emitidos a descuento por el Banco Central de Bolivia y rescatados por el mismo emisor a su vencimiento al valor nominal. El valor nominal unitario de las emisiones de los CD's puede ser de un mil (1000) bolivianos o un mil (1000) dólares. Pueden ser emitidos en diferentes denominaciones en cuanto a la moneda de emisión: i) en moneda nacional; ii) en moneda nacional con mantenimiento de valor; y iii) en moneda extranjera (actualmente sólo en dólares).

La oferta primaria se efectúa en subastas públicas de carácter competitivo que periódicamente realiza el Banco Central de Bolivia, estos valores son adjudicados a los mejores postores que ofrecen en firme el menor descuento. De igual forma los CD's se cotizan en la bolsa para su negociación en el mercado secundario.

#### **2.3.1.3. Letras del Tesoro General de la Nación**

Son valores emitidos por el Tesoro General de la Nación. Se emiten a descuento y son rescatados por el emisor a su vencimiento al valor nominal.

Son valores con plazos predeterminados al momento de su emisión. La emisión de LT's puede ser: i) En moneda nacional; u) en moneda nacional con mantenimiento de valor; y, iii) en moneda extranjera (actualmente sólo en dólares).

La oferta primaria se la realiza en subastas públicas de carácter competitivo que periódicamente realiza el Banco Central de Bolivia en calidad de agente del Tesoro General de la Nación, que son adjudicados a los mejores postores que ofrecen en firme un menor descuento.

Cotizan en la bolsa para su negociación en el mercado secundario y proporcionan liquidez al tenedor de los mismos.

#### **2.3.1.4. Bonos del Tesoro General de la Nación (BT's)**

Tienen la finalidad de financiar las necesidades obligaciones del sector público, a través de su colocación en el mercado de valores, y su negociación en las bolsas de valores. Pueden ser emitidos en: i) moneda nacional; u) moneda nacional con mantenimiento de valor; y iii) en moneda extranjera. Son negociables en el mercado secundario para proporcionar liquidez al tenedor y son emitidos a rendimiento.

#### **2.3.1.5. Bonos Municipales**

Son valores emitidos a rendimiento por los Gobiernos Municipales para financiar las obligaciones y proyectos de los distintos Municipios. Son negociables en el mercado secundario.

### **2.3.1.6. Bonos (Debentures)**

El Código de Comercio define a los bonos o debentures son títulos - valores que incorporan una alícuota, parte de un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad o entidad emisora<sup>28</sup>.

Son valores representativos de deuda por parte del emisor a favor del tenedor. Son emitidas por las empresas previa autorización de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. Devengan intereses y son negociables en el mercado secundario (cuando son emitidos por entidades bancarias se denominan bonos bancarios).

### **2.3.1.7. Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones (BOCAs)**

Son bonos emitidos por sociedades anónimas que a su vencimiento son convertidos en acciones de la empresa emisora. La convertibilidad de estos valores es obligatoria para el tenedor de los mismos (a excepción de los bonos convertibles, en los cuales la convertibilidad es opcional para el tenedor de los mismos).

### **2.3.1.8. Depósitos bancarios (bursátiles) a plazo fijo (DPF's)**

Los DPF's bursátiles son emitidos por los bancos y entidades financieras, estos son inscritos en el Registro del Mercado de Valores para su oferta pública y su cotización en la bolsa. Los DPF's pueden ser emitidos y negociados a rendimiento (normalmente) o a descuento en los mercados primario y secundario.

---

<sup>28</sup> CÓDIGO DE COMERCIO DE BOLIVIA. Ob. cit. Art. 642.

### **2.3.1.9. Certificados de Devolución de Depósitos (CDD's)**

Son valores emitidos a la orden y representan la devolución que hace el Banco Central de Bolivia, de los depósitos, a favor de los ahorristas o clientes de entidades financieras en proceso de liquidación por quiebra. Estos certificados no devengan intereses y son negociados en el mercado secundario a descuento.

### **2.3.1.10. Certificados de Notas de Crédito Negociables (CENOCREN) y Certificados de Devolución de Impuestos (CEDEIM)**

Estos Certificados son emitidos por la Dirección General de Impuestos Internos (actualmente Servicio Nacional de Impuestos) y son creados para devolver a exportadores cargas fiscales de tal forma de promocionar y estimular las actividades exportadoras. Estos instrumentos pueden ser utilizados por cualquier persona para pagar impuestos, son negociables y cotizables en bolsa, se emiten por el valor nominal del importe a ser reintegrado al exportador y se negocian a descuento en los mercados secundarios.

### **2.3.1.11. Certificados de Depósito en Almacenes Generales de Depósito y Bonos de Prenda (Warrant)**

Es emitido por Almacenes Generales de Depósito, como título representativo de mercadería depositada en dichas entidades. Es emitido a favor del depositante de la referida mercadería. El Bono de Prenda es un título - valor de crédito que es emitido por el Almacén General de Depósito, a favor de un beneficiario determinado y amparado por la mercadería descrita en el certificado de depósito, pueden devengar intereses o emitirse (negociarse) a descuento. Ambos son valores que pueden circular separadamente (actualmente se encuentra pendiente su autorización para su negociación y oferta pública en bolsa).

### **2.3.1.12. Cédulas Hipotecarias**

Son conocidos como valores u obligaciones emitidas por un banco, conceden garantía preferente a sus tenedores sobre créditos hipotecarios constituidos a favor del banco emisor. Estos devengan intereses y son negociables (actualmente se encuentra pendiente su autorización para su oferta pública).

### **2.3.2. LOS EMISORES DE VALORES**

Son aquellos que acuden al Mercado de Valores en demanda de recursos financieros, emitiendo para ello valores representativos de deuda, participación o mercaderías, los cuales son adquiridos por los inversionistas. El emisor da origen a los valores que se transan en el mercado. Sus emisiones derivan de su estrategia de financiamiento, la que a su vez depende del propósito de uso de los recursos a captarse.

La Bolsa brinda un lugar para que ocurran las transacciones; los intermediarios canalizan dichas transacciones, y los emisores dan origen a los valores que se transan. Mientras el inversionista concentra sus esfuerzos en decidir su estrategia de inversión (selección de valores en los cuales se invierte); el emisor de tales valores focaliza sus esfuerzos en definir su estrategia de financiamiento (elección de la forma de financiamiento).

Los emisores de valores son las sociedades por acciones, entidades del Estado y otras personas que pueden hacer oferta pública de valores siempre y cuando cumplan con los requisitos señalados en la Ley del Mercado de Valores. En el contexto señalado son las distintas entidades del sector público y privado los principales posibles emisores.

El Ministerio de Economía y Finanzas Públicas a través de su administración central, o a través de las distintas organizaciones que lo conforman (municipalidades, empresas del estado, etc.) pueden emitir valores con el propósito de financiar sus actividades.

El sector privado y las compañías evalúan continuamente sus esquemas de financiamiento, recurriendo a sus propias fuentes internas (utilidades o excedentes

generados), o alternativamente a fuentes externas; las cuales pueden provenir de los bancos o de la colocación de valores en el mercado.

El gobierno central es un emisor especial que amerita un comentario particular en razón de que las decisiones financieras del Gobierno repercuten a toda la población, lo que no sucede en el caso de las empresas cuyas decisiones normalmente sólo afectan a su propio negocio.

Al respecto como no es una empresa no puede emitir acciones, por tanto sólo emite instrumentos de deuda. Más aún, es común aceptar que el Gobierno no puede quebrar, y supuestamente, al no haber riesgo de incumplimiento total, la tasa de interés que ofrecen sus obligaciones es la más baja del mercado.

Por esta razón suele ser el emisor que se endeuda a largo plazo. Asimismo, cuando el Gobierno emite obligaciones, se desliga — al menos parcialmente —, de su fuente normal de recursos como son los impuestos. Sin embargo, para posteriormente repagar la deuda es posible que se deba aumentar los impuestos. Las probabilidades de éxito de un emisor dependen de ciertos factores básicos.

Señalamos factores:

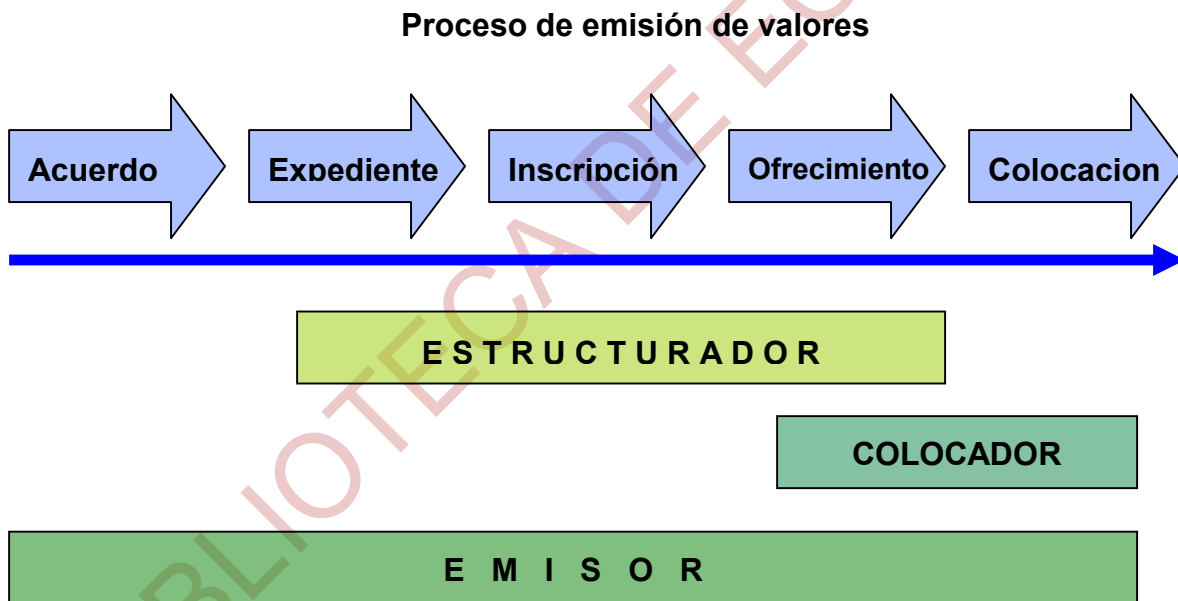
- Empresas con un importante historial de crédito.
- Montos mínimos de emisión para cubrir costos básicos.
- Disponibilidad de Estados financieros auditados de varios periodos.
- Predisposición a difundir información al mercado (asumirlo como una fortaleza, no como una debilidad).
- Equipo gerencial de probada capacidad.
- Demostrar evolución del negocio, crecimiento y resultados históricos.

- Evidencia de su capacidad de generar flujos de recursos suficientes. para hacer frente a sus compromisos.

Las decisiones internas al nivel del órgano social competente, se estructura el expediente de la emisión (incluido el prospecto) a fin de proceder a su inscripción en el Registro del Mercado de Valores (RMV).

Luego de esta etapa, se puede iniciar el ofrecimiento público del valor y realizar efectivamente la colocación o venta del mismo con la correspondiente captación de recursos por parte del emisor.

El siguiente gráfico muestra principales pasos que se siguen en el proceso de emisión de valores.



Fuente: Recopilación de Normas y Reglamentos sobre Valores

El sistema operativo es como sigue:

- ❖ Contratación del estructurador.
- ❖ DUE DILLIGENCE (proceso revisión y ordenamiento de la información legal, económica y financiera necesaria para la emisión).



- ❖ Elaboración del prospecto de emisión y documentos legales.
- ❖ Calificación de riesgo.
- ❖ inscripción en Registro del Mercado de Valores (RMV).
- ❖ Road Shows (Ciclo de presentaciones de la Oferta Pública) Colocación.

### **2.3.3. LA OFERTA PÚBLICA DE VALORES**

La Oferta Pública de Valores (OPP) es aquella “figura” por la cual se ofrecen títulos-valores negociables de manera directa e irrestricta a la generalidad del público, sin mayores restricciones; como toda oferta implica el hecho de proponer la realización de un contrato, haciendo conocer los títulos, sus términos y condiciones a efectos de una posible concertación en un acto de compra-venta.

Por la Ley del Mercado de Valores, “se considera oferta pública de valores a toda invitación o propuesta dirigida al público en general o a sectores específicos, realizada a través de cualquier medio de comunicación o difusión, ya sea personalmente o a través de intermediarios autorizados con el propósito de lograr la realización de cualquier negocio jurídico con valores en el Mercado de Valores”<sup>29</sup>.

Toda Oferta Pública de Valores no debe discriminar al receptor o posible inversionista, ni identificar a una determinada persona o sector, además, que debe estar autorizada y fiscalizada por la Superintendencia de Valores, Pensiones y Seguros.

Un emisor opta por emitir valores de oferta pública, se compromete a someterse a condiciones de información más severas; en razón que el mercado exige conocer con la mayor precisión posible la situación económica y financiera de la empresa emisora para así permitir se adopten decisiones correctas de inversión.

---

<sup>29</sup> GACETA OFICIAL DE BOLIVIA. Ley 1834, Ob. cit., Título II, Art.6, p. 4.

De esta manera se logra un buen estándar de transparencia, que es un principio rector, a la par de ser un mecanismo de protección, de los mercados financieros. Se puede afirmar que todo emisor de valores de oferta pública debe respetar reglas de transparencia de información, siguientes aspectos: como se expone a continuación

### **2.3.3.1. Situación económica y financiera del emisor**

Poner a disposición suficiente información relevante sobre las condiciones económicas y financieras de la empresa. En algunos casos se exige complementar esto con la calificación de riesgo del valor (de conformidad a lo establecido en la normativa vigente, los valores representativos de deuda, necesariamente deben contar con calificación de riesgo). También es importante referir a las vinculaciones del emisor con otras empresas.

### **2.3.3.2. Propósito de la emisión**

El destino de los fondos debe ser claramente explicado, en razón de su directa influencia sobre la rentabilidad del valor a emitir. Revelar incluso las proyecciones financieras asociadas a la utilización de los recursos que se capten.

### **2.3.3.3. Condiciones operativas de la colocación**

Debe darse a conocer con suma precisión cómo se realizará la venta o colocación de la emisión (subasta, anotación en libro y prorrateo, etc.), indicando las reglas a aplicarse. Este aspecto, conjuntamente con los dos mencionados anteriormente es materia de contenido de los prospectos de colocación de los valores en oferta pública.

La demostración gráfica muestra los intervinientes característicos de toda oferta, siendo los más relevantes aparte del emisor:

- Agencia de Bolsa, la cual desempeña el rol de estructurador y también de colocador.

- Calificadora de riesgo, que emite opinión sobre el riesgo de incumplimiento.
- SPVS (más específicamente el RMV), quién autoriza la emisión.
- Bolsa de valores, quién facilita mecanismos operativos para la colocación.
- Inversionista, quién adquiere los valores ofrecidos.

## **2.4. LA BOLSA DE VALORES**

La Bolsa de Valores es, de acuerdo a la Legislación Boliviana (Ley del Mercado de Valores), una sociedad anónima de objeto exclusivo y, a la vez, un lugar físicamente determinado donde se materializa el mercado de valores (bursátil), concretándose operaciones de compra-venta de valores y los accionistas, en concordancia con la misma Ley, son los propios agentes de bolsa que realizan operaciones en ella.

Así, la Bolsa de Valores proporciona la infraestructura adecuada, organizada, expedita y pública para la concentración de la oferta y demanda de Valores, como las colocaciones de las empresas, la venta de los mismos por parte de sus tenedores y la compra de estos por los inversionistas.

Permite la transferencia de recursos monetarios entre sectores de la Economía que tienen excedentes para invertir y los que, por el contrario, los necesitan para desarrollar sus actividades productivas y que están dispuestas a entregar títulos- valores de rendimiento y/o participación que garantizan la inversión. Es decir, los inversionistas pueden canalizar sus recursos hacia donde ofrezcan las mejores condiciones en cuanto a mayor rendimiento y menor riesgo.

Por lo tanto, la Bolsa de Valores es una alternativa más dinámica que los sistemas tradicionales de inversión y financiamiento del país, donde las unidades que necesitan financiamiento van a competir para atraer los recursos necesarios para su desenvolvimiento.

### 2.4.1. PRINCIPIOS Y CRITERIOS APLICABLES

La Bolsa de Valores contribuye a una canalización libre, eficiente, competitiva, equitativa y transparente de financiamiento, atendiendo a reglas previamente acordadas entre los participantes del mercado.

Proporciona infraestructura, supervisión y servicios necesarios para que los procesos de emisión, colocación e intercambio de valores se lleven a cabo. Publica la información bursátil, se encarga del manejo administrativo de las operaciones y supervisa las actividades de las empresas emisoras e intermediarios bursátiles.

La Bolsa de Valores estructura sus mecanismos respetando ciertos principios y criterios, a saber:

- ❖ **Eficiencia:** Esto significa que las transacciones se ejecutan con continuidad, concluyen oportunamente y se realizan al menor costo posible.
- ❖ **Seguridad:** Implica que se cuenta con los medios y canales adecuados para que las operaciones ocurran sin que compradores ni vendedores corran riesgos mayores de pérdida de su dinero o sus activos.
- ❖ **Equidad:** Todos los participantes son tratados por igual, sin privilegios especiales; creando una percepción de justicia e imparcialidad de trato para los inversionistas.
- ❖ **Orden y competencia:** Las secuencias y procesos de negociación están claramente especificados, y sus reglas bien definidas. A su vez, permite abierta competencia en las compras y ventas de tal forma que el precio que resulte refleja bien lo que acontece en el mercado.
- ❖ **Transparencia:** La información relevante fluye oportunamente y alcanza sin distinciones a todos los participantes del mercado.

- ❖ Innovación: Se promueve la creación de nuevas formas e instrumentos de inversión, siendo los mecanismos suficientemente flexibles para su rápida adecuación a los nuevos desarrollos.

#### **2.4.2. OBJETIVOS DE LA BOLSA DE VALORES**

Según la Ley del Mercado de Valores, “las Bolsas de Valores tienen por objeto establecer una infraestructura (adecuada) organizada, continua, expedita y pública del Mercado de Valores, y proveer los medios necesarios para la realización eficaz de sus operaciones bursátiles”<sup>30</sup>. También se reconocen:

- a) Promover un mercado “regular” para las transacciones con títulos valores.
- b) Reunir la oferta y demanda de títulos valores mediante los intermediarios (agentes de bolsa), previo registro correspondiente.
- c) Brindar confianza, seriedad y seguridad tanto a los oferentes como a los demandantes en las operaciones bursátiles.
- d) Establecer mecanismos que aseguren, la efectividad, cumplimiento oportuno, la veracidad de los títulos registrados y todo lo relacionado con las transacciones que en ella se realicen.
- e) Fomentar e incentivar las inversiones en títulos - valores, procurando que el mercado bursátil se desenvuelva en adecuadas condiciones.
- f) Cumplir y velar por el cumplimiento de las normas establecidas por ley.

---

<sup>30</sup> GACETA OFICIAL DE BOLIVIA. Ley 1834, Ob. cit., Título II, Art. 28.

### **2.4.3. FUNCIONES DE LA BOLSA DE VALORES**

Entre las importantes funciones que cumple la Bolsa de Valores se destacan las siguientes:

#### **2.4.3.1. Canalizar el flujo ahorro inversión**

Considerándose que la función primaria de la bolsa es convertir inversiones riesgosas y complejas en actividades bursátiles simples y fáciles de comprender, la canalización de ahorros a través de la bolsa constituye una intermediación directa, ya que los inversionistas pueden realizar sus inversiones directamente hacia aquellos ámbitos que les aseguren una mayor rentabilidad y menor riesgo.

#### **2.4.3.2. Optimizar la administración de recursos**

La eficiencia del manejo y la optimización de la administración por medio de mecanismos que permitan asignar eficientemente los recursos disponibles a los demandantes, promueve la participación de las empresas en las bolsas para obtener recursos, como vía alternativa a las fuentes tradicionales de financiamiento.

#### **2.4.3.3. Competitividad y rapidez**

El criterio de competitividad y la rapidez con que son movilizados los recursos con negociaciones para la emisión y compra no admite a operadores ineficientes, permitiendo que los actuantes en el Mercado de Valores tengan la posibilidad de hacer más eficientes sus actividades de obtención y utilización de los recursos.

#### **2.4.3.4. Transparencia de mercados**

Se realiza principalmente a través de la información real proveniente de las empresas y entidades emisoras determinando valores “precisos” en el mercado. El inversor es el que toma y evalúa los riesgos, toma las decisiones y fundamentalmente debe de conocer a fondo la solvencia del emisor, para asegurarse que los valores en negociación tengan respaldo, en ese sentido le asiste el derecho de obtener (verificar) la información disponible; la misma que debe ser abierta y transparente para quien desee invertir en la compra de valores.

#### **2.4.3.5. Indicador de los fenómenos económicos**

Permite apreciar los movimientos económicos, y es importante para las operaciones de la bolsa puesto que establecerá pautas para los actuantes del mercado bursátil.

#### **2.4.4. CARACTERÍSTICAS DE LA BOLSA DE VALORES EN BOLIVIA**

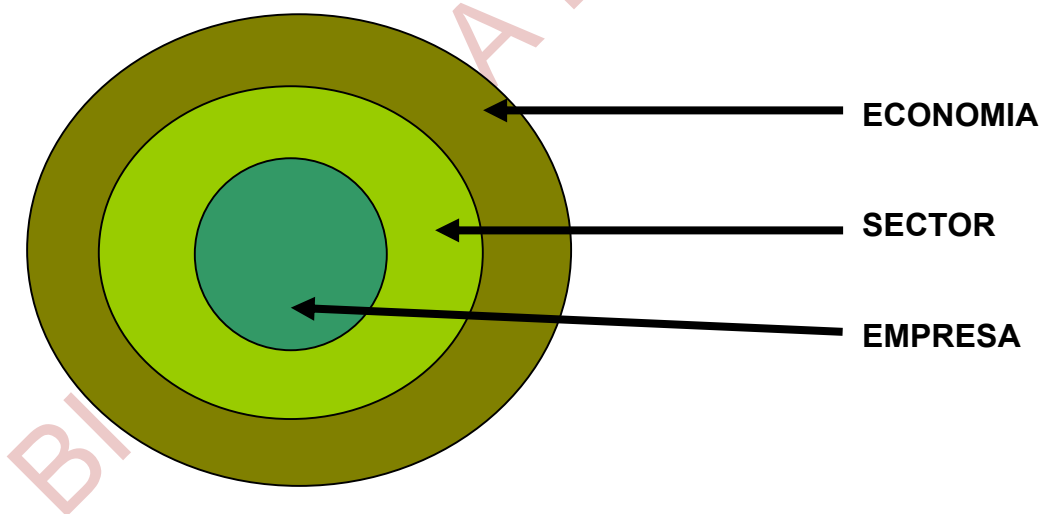
Lo anteriormente enumerado la Bolsa de Valores presenta ciertas características que se convierten en verdaderas ventajas tanto para los emisores como para los inversionistas:

- a) Es controlada, ya que las operaciones de compra -venta y cotización de valores son controladas por la misma Bolsa de Valores y supervisado por la Superintendencia Pensiones, Valores y Seguros.
- b) Es transparente, existe igualdad de acceso a la información.
- c) Es ordenada, puesto que la normativa vigente y la labor que desarrollan la Superintendencia y la Bolsa de Valores rigen el desarrollo de las operaciones que se llevan adelante en la Bolsa de Valores.
- d) Es continúa, puesto que se transan valores a diario.

## 2.4.5. IMPORTANCIA DE LA BOLSA DE VALORES EN LA ECONOMÍA

La Bolsa de valores refleja las percepciones y expectativas de los agentes económicos sobre este mercado. En realidad las reacciones y decisiones de los participantes se gobiernan por la distinta información que fluye al mercado, las que se procesan mediante distintas técnicas o métodos.

La información económica, y política; no sólo es escrita y cierta sino que también se basa en rumores. Existe una fuerte sintonía entre lo que ocurre en un país y su economía y lo que acontece en el comportamiento de la Bolsa. Se afirma pues que la Bolsa es una suerte de termómetro económico. El siguiente esquema es útil para entender el comportamiento de la Bolsa o de un valor en particular, como se señala en el siguiente gráfico.



Los siguientes aspectos demuestran la importancia de las bolsas de valores:

- ❖ Las Bolsas son un elemento clave para lograr niveles de desarrollo económico en la asignación racional de los recursos económicos de una nación. Son un canal ágil para dicha asignación.



- ❖ Las Bolsas contribuyen a la capitalización del país, puesto que facilitan la colocación de los valores mediante los cuales las empresas reciben recursos para realizar sus inversiones.
- ❖ Las Bolsas promueven el crecimiento empresarial, ya que son el lugar de encuentro entre el sector empresarial y el sector real de la economía.
- ❖ Un país no puede sustentar su desarrollo económico dependiendo sólo de un esquema financiero tradicional como el bancario, debido a los altos costos, las exigencias de garantías, los plazos de otorgamiento de créditos, etc.

#### **2.4.6. EL PROCESO DE NEGOCIACIÓN DE VALORES EN BOLIVIA**

El desarrollo en los mercados de valores, así como la labor de ordenamiento y estandarización que vienen desarrollando diversas organizaciones internacionales, permite enunciar los principios que se sugieren sean respetados en los mercados secundarios; esto es los mercados donde los valores son transados:

- ❖ Los sistemas de negociación (incluidas las Bolsas) deben estar sujetos a autorización y supervisión.
- ❖ Debe asegurarse integridad y equidad de los sistemas de negociación.
- ❖ Debe promoverse transparencia en las negociaciones.
- ❖ Prevenir manipulación y prácticas irregulares.

El proceso de negociación requiere de una estructura operativa para lo cual es necesario establecer definiciones operativas claras y coherentes respecto a:

- a) Forma como se canaliza y se disemina la información: Ex ante (propuestas) y ex post (operaciones realizadas).

- b) Proceso de ejecución de órdenes: Un aspecto esencial en esta materia son las reglas de prioridad de las órdenes, en función a ciertas variables como:
- Precio contenido en la orden
  - Hora en que se colocó la orden
  - Tamaño de la orden
  - Tipo de comitente (cliente; intermediario)
- c) Impacto de los intermediarios.
- d) Rol de otros participantes del mercado (particularmente Inversionistas Institucionales).
- e) Transparencia del proceso, esto es visibilidad para los participantes.
- f) Regulación o reglas del proceso. Particularmente aquellas normas especiales como los denominados “Circuit breakers” o márgenes de mercado (variaciones máximas de precios que se permiten en una sesión) y condiciones para el retiro o suspensión de negociación de un valor. Estos ayudan a reducir la volatilidad de los precios de los valores negociados; así como reducir asimetrías de la información.

Además de lo señalado, la estructura de negociación en la Bolsa de Valores de Bolivia requiere de emisores e intermediarios para quienes se establecen ciertos requisitos legales, además de ciertas garantías para realizar actividades en el mercado bursátil.

- a) **Entidades autorizadas para emitir valores.** “Son aquellas que tienen la capacidad jurídica necesaria para emitir títulos - valores, cuya negociación se hace en el mercado bursátil”<sup>31</sup>. Según la Ley del Mercado de Valores se considera como emisores a “las sociedades

---

<sup>31</sup> CHAZAL P. José Antonio de, Ob. Cit., p. 4

por acciones, las entidades del Estado... (que) podrán hacer oferta pública de sus valores siempre y cuando cumplan con todos los requisitos<sup>32</sup> de la Ley y sus Reglamentos. “Otras personas jurídicas podrán emitir valores a través de mecanismos dispuestos en esta Ley y sus Reglamentos previa autorización de la Superintendencia de Valores”<sup>33</sup>.

- b) **Agencias de Bolsa.**- Las Agencias de Bolsa son las personas naturales o jurídicas que intermedian entre oferentes y demandantes de valores, el objeto, además de lo mencionado, es el de “cumplir cualquier otro acto relacionado a la transferencia de los mismos y desarrollar actividades permitidas por Ley”<sup>34</sup>. Vale decir, el proveer servicios tanto de asesoría como de información en materia de intermediación de valores.

Además, las Agencias de Bolsa “deben constituirse como sociedades anónimas por acto único e incluir en su denominación la expresión Agencia de Bolsa, cuyo uso exclusivo queda reservado para las sociedades autorizadas, de conformidad con la Ley”<sup>35</sup>. Requieren para su funcionamiento la autorización de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, además de ser accionistas de las Bolsas de Valores en las que operan. Deben “ejercer sus actividades en las Bolsas por medio de operadores especialmente autorizados por la Superintendencia,”<sup>36</sup>, para realizar las operaciones de intermediación a favor de sus clientes (son los llamados operadores de rueda).

#### **2.4.7. MODALIDAD DE OPERACIONES EN LA BOLSA DE VALORES BOLIVIA**

Las Agencias de Bolsa se encuentran facultadas para negociar valores de acuerdo a los siguientes mecanismos de negociación:

---

<sup>32</sup> GACETA OFICIAL DE BOLIVIA. *Ley 1834*, Ob. cit., Título II. Art. 10.

<sup>33</sup> Idem.

<sup>34</sup> Idem. Título IV, Capítulo 1, Art. 17.

<sup>35</sup> Idem.

<sup>36</sup> Idem. Art. 24.

#### **2.4.7.1. Rueda de Bolsa**

La Rueda de Bolsa es la infraestructura física de la Bolsa de Valores, en la que se transan valores de oferta pública registrados y autorizados por la Superintendencia Pensiones, Valores y Seguros.

Las modalidades de operación pueden ser las siguientes:

##### **Operaciones en firme**

Son aquellas en que el comprador y el vendedor quedan definitivamente obligados, las condiciones del contrato son inalterables, liquidándose la operación en la fecha convenida, es decir, aquellas operaciones de compra - venta de valores que tiene por objeto la transferencia definitiva de los mismos.

##### **Operaciones de Reporto**

Son aquellas operaciones que consisten en la compra o venta de un valor a determinado precio, con el compromiso de revender o recomprar el mismo al portador inicial de dicho valor en un plazo convenido, (no mayor a 45 días) al precio original más un interés (premio) que beneficia al comprador inicial (El comprador inicial se denomina Reportador y el vendedor se denomina Reportado).

##### **Operaciones de cruce**

Son aquellas en las que una Agencia de Bolsa actúa como comprador o vendedor de valores producto de una negociación que realiza con sus clientes o entre ellos.

#### **2.4.7.2. Subasta de acciones no inscritas**

Es un mecanismo mediante el cual la bolsa de Valores realiza subasta pública de (valores) acciones suscritas y pagadas de sociedades anónimas no inscritas en el Registro del Mercado de Valores, en la cual el tenedor de acciones no inscritas puede solicitar a través de una Agencia de Bolsa, a la Bolsa de Valores la realización de ésta,

según las disposiciones emanadas de los reglamentos internos de las Bolsas de Valores. La subasta se realiza en sesiones extraordinarias.

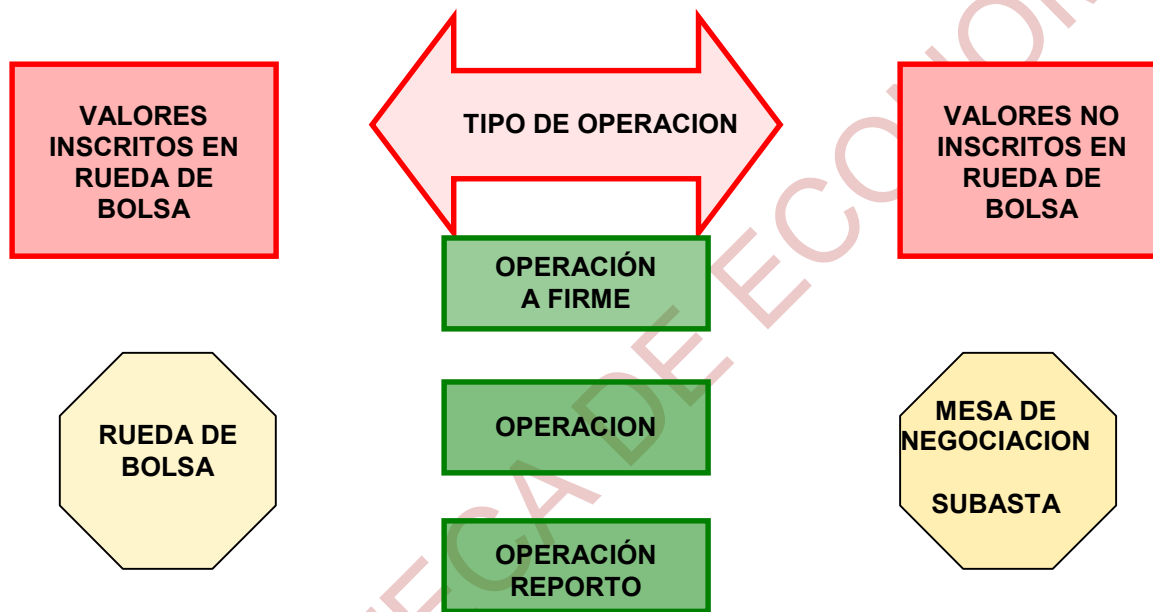
### 2.4.7.3. Mesa de Negociación

La mesa de Negociación es un mecanismo extrabursátil manejado por las Bolsas de Valores. Su funcionamiento se halla formado por el reglamento interno de las Bolsas de Valores. “Las operaciones con títulos-valores en Mesa de Negociación, no implican calificación de los mismos (ni de participantes). Dichas operaciones sólo pueden servir para establecer precios de referencia de los mismos”<sup>33</sup>. Las Bolsas de Valores fijan un horario específico para la realización de una rueda especial de Mesa de Negociación. La emisión de los títulos - valores transados en la Mesa de Negociación son de corto plazo. Los títulos - valores que se transan en la Mesa de Negociación son los siguientes:

- a. **Letras de cambio** Letra de cambio es aquel valor en el que se especifica que un individuo (girado), se compromete a pagarle a otro (girador), o a un tercero, un monto adeudado, en un plazo determinado. En esta también puede intervenir una persona que avale esta transacción, en calidad de garante del deudor (girado).
- b. **Pagarés** El pagaré es un valor por el cual una persona que los emitió se impone una obligación de pago por un determinado monto de dinero a favor de otra persona, en el plazo que el valor especifique. Pueden ser emitidos por cualquier individuo.
- c. **Facturas cambiarias** Las Facturas Cambiarias son títulos - valores emitidos por personas y son similares en sus efectos cambiarios a las Letras de Cambio. Son emitidas generalmente por vendedores de bienes o mercaderías para instrumentar una deuda por una venta realizada a crédito. Son aceptadas para su pago por el comprador de los referidos bienes o mercaderías (se diferencia de la Letra de Cambio en que no es emitida por el Tesoro General de la Nación sino por la persona vendedora).

Las Facturas Cambiarias pueden devengar intereses o ser negociadas a descuento y admiten pagos a cuenta y pagos en cuotas.

### OPERACIONES PERMITIDAS EN LOS MECANISMOS DE NEGOCIACION DE LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES



Fuente: <http://www.bolsa-valores-bolivia.com>

# **CAPITULO III**

# **MARCO PRACTICO**

BIBLIOTECA DE ECONOMIA

## CAPITULO III

### MARCO PRÁCTICO

---

#### 3.1. LOS MERCADOS FINANCIEROS Y SU RELACIÓN CON LA TEORÍA DE LA CARTERA

##### 3.1.1. Teoría de la Cartera en el Mercado Financiero

La importancia de la teoría de la cartera relacionada con la presente investigación radica en la acepción de las instituciones que operan en la Bolsa de Valores mediante la emisión de activos financieros para lograr fines particulares, de acuerdo a una selección óptima de activos financieros.

El fin es dilucidar si la selección de los activos financieros por parte de la Banca Privada y la emisión de los mismos, está relacionada con mercado de dinero explícitamente, con efectos de financiar necesidades de liquidez por períodos cortos de tiempo, o para cubrir deficiencias temporales en los flujos de caja, o para capital de operaciones. Esto implica, teorizar si estas instituciones, especialmente la Banca Privada, constituye su cartera de activos financieros, concentrados especialmente en activos financieros de corto plazo transados en la Bolsa de Valores.

##### 3.1.2. Consistencia de la Teoría de la Cartera de Activos Financieros

El punto de vista teórico señala que portafolio consiste en “una colección de activos financieros”<sup>37</sup>. Existe una diversidad de activos financieros que son componentes de un portafolio o una cartera, “los bonos, depósitos bancarios, acciones, capital físico y dinero”<sup>38</sup>. Cada uno de estos activos contiene una rentabilidad, que recibe diferentes denominaciones: la tasa de retorno de los bonos, la tasa de retorno de los depósitos

---

<sup>37</sup> SACH LARRAIN. *Macroeconomía en la Economía Global*. Ed. Pretende Hispanoamericana. 1996, p. 618.

<sup>38</sup> HUARACHI REVOLLO, Gualberto. *Introducción a la Economía Monetaria*. UMSA, Facultad de Ciencias Económicas y Financieras. Carrera de Economía, La Paz, julio de 1991, p. 34.



bancarios, la tasa de dividendos de la posesión de acciones, la tasa de retorno de capital y la tasa de espera del dinero respectivamente.

La teoría del portafolio trata específicamente sobre la diversificación de cartera del agente económico. La diversificación de cartera proviene precisamente de la incertidumbre de lo que sucederá en el futuro, entonces para esto se tiene que minimizar el riesgo mediante una elección y distribución de la riqueza.

En otras palabras, este movimiento nos expresa que “la diversificación de activos en el portafolio es la solución óptima para las inversiones”. También es importante mencionar que la diversificación de cartera depende mucho del comportamiento del agente económico.

Por lo tanto se tomará en cuenta en el análisis de la diversificación óptima de portafolios, ejemplificando entre dos activos y a la vez de varios activos financieros.

### **3.1.2.1. Selección óptima de la cartera entre bonos y dinero**

La teoría que expresa la diversificación de cartera es realizada precisamente a través del análisis de la diversificación entre bonos y dinero solamente, para entender de una forma sencilla su propia consistencia en su magnitud total.

Se toma en cuenta que la riqueza es un bien que todos los agentes deben incrementar y que por el contrario, el riesgo es un elemento que reduce la satisfacción que se deriva de la posesión de la riqueza.

El análisis parte de los siguientes supuestos:<sup>39</sup>

- Se considera a un individuo que recibe su renta una vez cada período, y que cuyo ahorro adiciona su riqueza.
- Estos ahorros son mantenidos en forma de dinero y bonos.

---

<sup>39</sup> Idem. 42

- El nivel de precios es constante, no tiene variación en el análisis.

Se sabe que los bonos devengan ingresos, producen un rendimiento y contienen elementos que producen riesgo. Entonces, poseer más bonos significa tener mayores ingresos esperados, pero con un riesgo mayor.

Resumiendo “si el riesgo reduce la utilidad del individuo, entonces, la adquisición de más bonos implica que la riqueza adicional esperada para el próximo período se compensa con el riesgo mayor que la operación comporta”.

### **3.1.2.2. Selección óptima de la cartera basada en diversos activos financieros**

La selección óptima de la cartera es moderna ya que considera tres elementos fundamentales en su análisis: una gama de activos financieros, la aversión al riesgo y la tasa esperada de retorno de los activos financieros. Partiendo del supuesto de que la mayoría de los inversionistas son adversos al riesgo, es decir, les interesa reducir el riesgo tanto como maximizar los retornos esperados. Siendo el lema esencial para el inversionista adverso al riesgo “*no poner todos los huevos en la misma canasta*”. En el mundo de las finanzas internacionales esto se traduce en “no poner toda la riqueza en los activos financieros de un país, ni siquiera en una misma moneda”<sup>40</sup>.

El Premio Nobel Harry Markowitz<sup>41</sup> nos dice que los agentes deben alcanzar alguna combinación óptima de riesgo y rendimiento en sus portafolios; para esto “la estrategia óptima de inversión involucra la diversificación de portafolio, manteniendo un portafolio que tiene pequeñas cantidades de un gran número de activos financieros”.

---

<sup>40</sup> SACHS LARRAIN. Ob. cit., p. 631.

<sup>41</sup> MARKOWITZ, Harry M. (1927), economista estadounidense, Premio Nobel de Ciencias Económicas en 1990 (compartido con Merton H. Miller y William F. Sharpe) por sus trabajos en el campo de la teoría de la economía financiera: La “teoría de la elección de cartera”. Planteó un modelo para la elección de una cartera de valores en condiciones de incertidumbre en el cual reducía aquella a un dilema bidimensional: el ingreso esperado y la varianza. El riesgo no depende sólo del riesgo aislado de cada valor, sino de la aportación de cada uno al total, así como de las correlaciones (covarianzas) de cada valor con los demás. Como los ingresos también se encuentran correlacionados, no es posible eliminar el riesgo por grande que sea la cartera. Microsoft ® Encarta ® 2008. © 1993-2007 Microsoft Corporation.

### **3.1.2.3. Determinación del retorno esperado de un portafolio**

En la determinación sobre el retorno esperado de un portafolio es necesaria la determinación del retorno esperado de un activo individual. Técnicamente, “el retorno esperado es un promedio ponderado de todos los retornos posibles, en que las ponderaciones corresponden a las probabilidades de que ocurra cada uno de los resultados”<sup>42</sup>.

### **3.1.2.4. Modelo de fijación de Activos de Capital**

El presente modelo es un modelo para la valuación de decisiones financieras, con un notable poder de predicción que brinda además conceptos razonables en relación con el riesgo y el rendimiento, así como un medio que permite determinar en forma aproximada el rendimiento requerido para una acción. Fue desarrollado originalmente en los Estados Unidos a mediados de la década de los 60, y desde entonces ha tenido implicaciones importantes para el campo de las finanzas.

Basado en el comportamiento de los inversionistas con aversión al riesgo, hay una relación de equilibrio aplicada entre el riesgo y el rendimiento esperado para cada valor. En el equilibrio de mercado, se supone que un valor proporciona un rendimiento esperado igual a su riesgo sistemático, el riesgo que no puede evitarse con la diversificación de cartera.

Cuando más grande sea el riesgo sistemático de un valor, mayor será el rendimiento que los inversionistas esperan de ese valor. La relación entre rendimiento esperado y riesgo sistemático, y la valuación de valores que sigue, es la esencia del modelo de fijación de precios de activos de capital (Capital-asset pricing model - CAPM)<sup>43</sup>.

El CAPM es un modelo que describe la relación entre el riesgo y el rendimiento esperado (requerido); en este modelo, el rendimiento esperado (requerido) de un valor es la tasa libre de riesgo más una prima basada en el riesgo sistemático del valor.

---

<sup>42</sup> SACHS LARRAIN. Ob. cit., p. 632

<sup>43</sup> SHARPE, William. *Et Investments*, Editorial Prentice Hall Hispanoamericana, México, 1990, p.3

Al igual que cualquier modelo, el CAPM es una simplificación de la realidad. Sin embargo, el modelo permite llegar a ciertas implicaciones acerca del riesgo y la cantidad necesaria de prima de riesgo para comprender este último.

Para desarrollar el CAPM, es necesario partir de ciertas suposiciones, entre las cuales tenemos las siguientes que son válidas para el análisis:<sup>44</sup>

- Suponemos que los mercados de capitales son eficientes debido a que los inversionistas están bien informados.
- Los costos de operación son bajos.
- Existen limitaciones insignificantes sobre la inversión.
- Ningún inversionista es lo bastante grande como para afectar el precio de mercado de una acción.
- Los inversionistas están de acuerdo en general sobre el probable desempeño de acciones individuales.
- Los inversionistas y sus expectativas se basan en un período de tenencia común, digamos un año.

En este contexto existen dos tipos de oportunidades de inversión que analizaremos:

1° Es un valor libre de riesgo cuyo rendimiento durante el período de tenencia se conoce con seguridad;

2° Portafolio de mercado de acciones comunes. Está representado por todas las acciones disponibles, ponderadas de acuerdo con sus valores de mercado existente.

Como el portafolio de mercado es algo con lo que resulta difícil trabajar, en los países industrializados se acostumbra a utilizar un promedio de desempeño de acciones comunes. Por ejemplo, en los Estados Unidos se usa el llamado “Índice de 500” (S&P

---

<sup>44</sup> SHARPE, William. Ob. cit., p. 3.

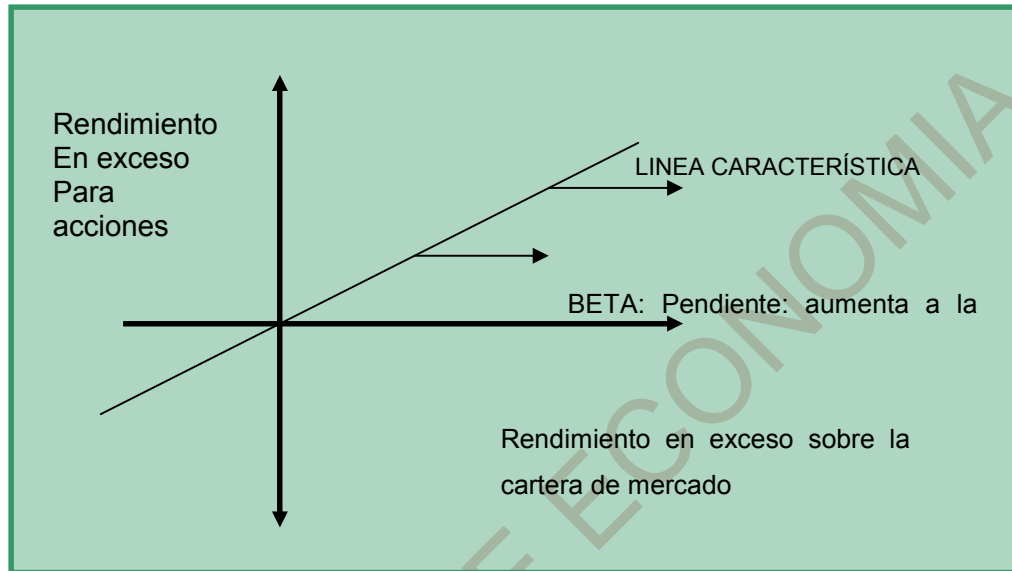
500) acciones de Standar & Poor's, índice que refleja el desempeño de 500 acciones comunes.

Referente al riesgo inevitable (riesgo que no se puede evitar mediante la diversificación eficiente), debido a que no es posible tener un portafolio más diversificado que el portafolio de mercado, que representa el límite a la diversificación obtenible. Por lo tanto, todo el riesgo asociado con el portafolio de mercado es inevitable o "sistemático".

En adelante se tratará la posibilidad de comparar el rendimiento esperado por una acción individual con el rendimiento esperado para el portafolio de mercado. En la comparación es útil trabajar con rendimientos en exceso de la tasa libre de riesgos. El rendimiento en exceso no es más que el rendimiento esperado menos el rendimiento libre de riesgos.

En el gráfico se muestra un ejemplo de comparación de los rendimientos en exceso estimados para una acción específica con los portafolios de mercados. La línea sombreada en el sistema de coordenadas del gráfico se conoce como línea característica. Una línea que describe la relación entre los rendimientos de un valor individual y los rendimientos sobre el portafolio de mercado. La pendiente de ésta línea es Beta. Así pues, la línea característica señala la relación esperada entre los rendimientos en exceso para la acción y los rendimientos en exceso para el portafolio de mercado de Valores.

La relación entre los rendimientos en exceso para acciones y los rendimientos en exceso para el Portafolio de Mercado con base en “n” pares de información mensual sobre rendimientos en exceso.



Según el gráfico, la BETA de un portafolio es simplemente un promedio ponderado de las betas de acciones individuales en el portafolio.

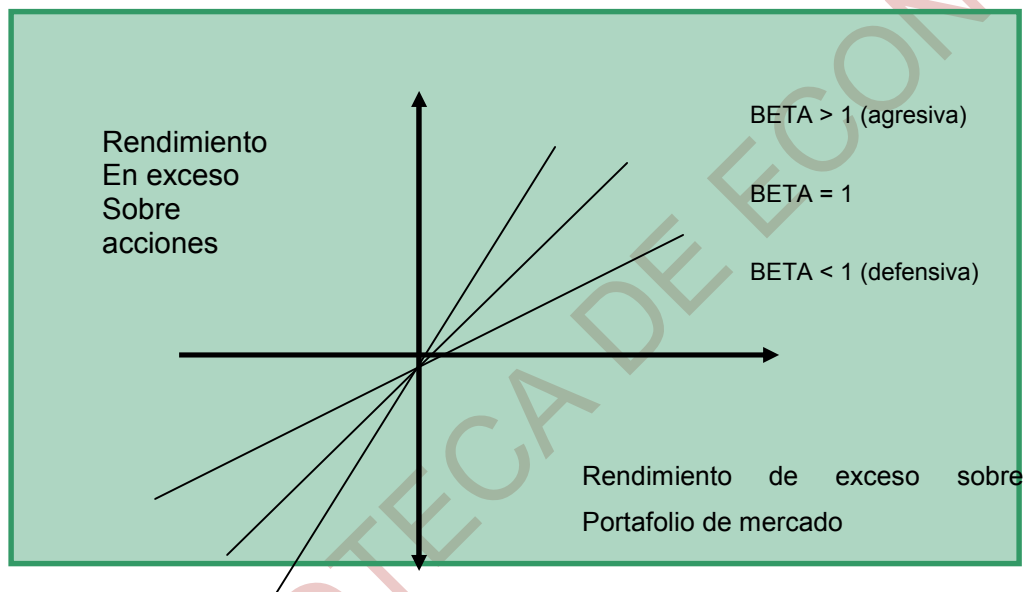
Expresado Matemáticamente, BETA no es más que la pendiente (el cambio en el rendimiento en exceso de la acción sobre el cambio en el rendimiento en exceso de los portafolios de mercado) de la línea característica.

Si la pendiente es uno, significa que los rendimientos en exceso para la acción varían en forma proporcional con los rendimientos en exceso para el portafolio de mercado. En otras palabras, la acción tiene el mismo riesgo sistemático que el mercado en su conjunto.

Por ejemplo, si el mercado asciende y brinda un rendimiento en exceso del 5% para un mes, esperaríamos como promedio que el rendimiento en exceso de la acción sea también del 5%.

Una pendiente más pronunciada que uno significa que el rendimiento en exceso de la acción varía en forma más que proporcional con el rendimiento en exceso del portafolio de mercado. Dicho de otra forma, tiene más riesgo inevitable que el mercado como un todo. A menudo, este tipo de acción se conoce como “inversión agresiva”.

Una pendiente menor que uno significa que el exceso de rendimiento de la acción varía menos que la proporcionalidad con los rendimientos en exceso del portafolio de mercado. Con frecuencia a este tipo de acción se le conoce como “inversión defensiva”. En el gráfico que se presenta a continuación, se muestran ejemplos de los tres tipos de relaciones.



De acuerdo al gráfico, mientras mayor sea la pendiente de la línea característica para una acción, como lo muestra BETA, mayor será su riesgo sistemático. Esto significa que para movimientos tanto en exceso como descendentes del mercado, para la acción individual son mayores o menores de acuerdo con su BETA.

Con la BETA del portafolio de mercado igual a uno, por definición, significa que un inevitable riesgo o índice sistemático de una acción relacionado con aquel del portafolio del mercado.

Este riesgo no puede ser eliminado mediante la diversificación invirtiendo en más acciones, pues depende de aspectos tales como cambios en la economía y en el ambiente político, que afecta a todas las acciones.

En definitiva la BETA de una acción representa su contribución al riesgo de un portafolio de acciones altamente diversificado.

Esta relación esperada se puede basar sobre experiencias anteriores, en cuyo caso los rendimientos en exceso reales para la acción y para el portafolio de mercado se marcarían sobre el gráfico y se dibujaría una línea que caracteriza mejor la relación histórica.

El tipo de situación descrita arriba se presenta mediante el diagrama de dispersión. Cada punto representa el rendimiento en exceso de la acción y del índice de 500 acciones de S&P para un mes determinado en el pasado. Los rendimientos mensuales se calculan como:

$$\frac{(\text{Dividendos pagados}) + (\text{Precio final} - \text{precio inicial})}{\text{Precio inicial}}$$

A estos rendimientos se les resta la tasa libre de riesgo mensual para obtener los rendimientos en exceso. En las acciones del ejemplo, se observa que cuando los rendimientos sobre el portafolio de mercado son altos, los rendimientos sobre la acción también tienden a ser altos.

### **Índice de riesgo sistemático BETA**

Beta es precisamente un índice sistemático, el cual permite conocer la sensibilidad de los rendimientos de una acción relacionada con los cambios en los rendimientos sobre el portafolio del mercado.



### 3.1.3. Relación entre la Tasas de rendimiento requeridas y la línea de Mercado de valores

En este caso es importante analizar la relación entre las tasas de rendimiento requeridas y la línea de mercado de valores (SML) en el contexto de la presente teoría. Si suponemos que los mercados financieros son eficientes y que los inversionistas, como conjunto, están diversificados en forma eficiente, el riesgo sistemático no tiene mucha importancia para los inversionistas.

Conociéndose que una acción conlleva el riesgo inevitable o sistemático; el cual indica que mientras mayor sea la BETA de una acción, mayor será el riesgo de esa acción y mayor el rendimiento necesario. Si se supone que el riesgo no sistemático se elimina mediante diversificación, la tasa de rendimiento requerida para una acción "j" es:

$$R_j = i + (R_m - i) B_j$$

Donde:

$i$  : Tasa libre de riesgo

$R_m$  : Rendimiento esperado para el portafolio de mercado

$B_j$  : Coeficiente BETA para la acción "j".

Dicho de otra forma, la tasa de rendimiento requerida para acciones es igual al rendimiento requerido por el mercado para una inversión sin riesgo más una prima de riesgo.

A su vez, la prima de riesgo es una función de:

- El rendimiento de mercado esperado menos la tasa de libre de riesgo, que presenta la prima de riesgo requerida para la acción típica de mercado.
- El coeficiente BETA.

Se concluye que por su complejidad este modelo se convierte en uno de los modelos más actuales para el estudio de mercados y el análisis peculiar del riesgo y la tasa de retorno esperada de un activo financiero.

### **3.2. LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES - CARACTERIZACIÓN**

Principales operaciones de los emisores en la Bolsa de Valores

Las operaciones de Corto Plazo, es decir, las operaciones propias del Mercado de Dinero son más importantes en forma cuantitativa que las operaciones de Largo Plazo.

La Bolsa Boliviana de Valores, señala a los principales emisores que participan en las operaciones de renta fija, durante el periodo de estudio son preponderantemente entidades bancarias (ello sin tomar en cuenta las operaciones del BCB), tanto en número como en importancia; puesto que el volumen de operaciones representa el 35.3% del total de las operaciones de renta fija.

Los principales emisores que participan en las operaciones de corto plazo, caracterizados éstos por ser de renta fija, son:

- Banco Nacional de Bolivia, con una participación acumulada de 1.387.7 millones de dólares.
- Banco Mercantil Santa Cruz, con una participación acumulada de 613.3 millones de dólares.
- Otras entidades bancarias.

- Las operaciones que realiza el BCB con 1,222.6 millones de dólares.
- El TGN con 801.2 millones de dólares, lo que muestra que las operaciones se hallan relacionadas a pocos emisores y todos ellos de naturaleza bancaria, además el monto de estas operaciones es con mucho mayor a las operaciones de renta variable o de largo plazo.

### **3.2.1. Emisores que realizan operaciones de Renta Variable**

Respecto a las operaciones de largo plazo (característica de las operaciones del mercado de capitales además de ser de renta variable), se caracterizan por su reducido volumen respecto a las operaciones de renta fija (y de corto plazo). En este mercado también las emisiones son preponderantemente de entidades bancarias, participando del 64.1% del total de volumen de operaciones de renta variable, el Banco Mercantil Santa Cruz con casi 6 millones de dólares, Banco Bisa con 2 millones de dólares, América Textil S.A. 5.2 millones de dólares, Sociedad Boliviana de Cemento S.A. SOBOCE con 4.8 millones de dólares y Plasmar con 4.3 millones de dólares.

### **3.2.2. Comportamiento de las operaciones e instrumentos en la Bolsa de Valores - Mercado de Dinero y Mercado de Capitales**

Las operaciones de compra y venta de títulos — valores, desde su inicio en 1989, presentan un ritmo de crecimiento positivo promedio del 73.74% con valores anuales de 29.7 millones de dólares a 4,286.6 millones de dólares. Pero este desarrollo sólo se explica por el dinamismo de las operaciones de renta fija, que presenta una tasa de crecimiento promedio del 73.71%, ya que, las operaciones de renta variable además que comenzaron recién a desarrollarse en 1994, hasta la fecha no alcanzan los montos o la importancia que tienen las operaciones de corto plazo (de renta fija) en la Bolsa de Valores. 99.84% del volumen anual de operaciones con 4,277.2 millones de dólares, en tanto que las operaciones de renta variable sólo representan el 0.16% del volumen anual de operaciones con apenas 6.7 millones de dólares. Las primeras representan el 99.86%, en tanto que las operaciones de renta variable apenas representan el 0.12%,

con un monto de 4.75 millones de dólares. Todo ello patentiza el hecho de que la bolsa de valores es preponderantemente de renta fija.

### 3.2.2.1. Instrumentos transados en el mercado de dinero y el mercado de capitales

En la bolsa de valores, como se ha mencionado, se transan diferentes tipos de instrumentos o títulos - valores diferenciados por su plazo de vencimiento y su modalidad de operaciones. Dentro de las operaciones de renta fija, se hallan las operaciones de compra - venta y reporto, y en el mercado de renta variable, se transan acciones ordinarias de las empresas.

La evolución de la participación de las operaciones de compra - venta, dentro de las operaciones de renta fija, disminuye paulatinamente a lo largo del periodo especialmente en cuanto a los CD's del Banco Central de Bolivia. Las colocaciones se efectúan para reducir las tasas de interés mediante volúmenes y tasas de rendimiento menores; en contraste, las operaciones de reporto muestra una tendencia creciente. En las operaciones de renta fija se negocian los siguientes instrumentos:

<b>INTRUMENTOS FINANCIEROS DE LAS OPERACIONES DE RENTA FIJA</b>	
Bonos Bancarios Bursátiles	BBB
Bonos del BCB	BBCB
Bonos Municipales	RM
Bonos del TGN	BTS
Certificados de Depósito del BCB	CD's
Letras del TGN	Lt's
Depósitos a Plazo Fijo	DPF's
Valores de Titularización, Pagares y otros	

Fuente: Boletín del BCB y Bolsa de Valores

De todo lo anterior y según los boletines de la Bolsa Boliviana de Valores, se establece que los DPF's participan de las operaciones agregadas de la bolsa de valores con un 60.79% del total; las letras del tesoro con 22.93%; los bonos con 6.78%, instrumentos que tienen la mayor relevancia en la bolsa de valores. Y en contraste las operaciones de renta variable, representadas por las acciones, son prácticamente insignificantes en su participación en las operaciones agregadas de la Bolsa de Valores, con un apenas 1.13%, lo que nos muestra la preferencia que se tiene por los instrumentos de bajo riesgo y alto grado de liquidez.

De todo ello podemos establecer que la Bolsa Boliviana de Valores, se caracteriza además de tener prácticamente emisores bancarios en forma significativa, de ser eminentemente de renta fija (y de corto plazo) y de pocos instrumentos, en especial DPF's, LT's y Bonos, que representan prácticamente el 90% de las operaciones agregadas en la bolsa de valores.

### **3.2.2.2. La tasa de retorno como elemento de decisión**

Uno de los elementos fundamentales en la toma de decisiones con respecto a la inversión, es sin duda, la tasa de retorno. Tanto en el mercado de dinero como en el mercado de capitales, existe un retorno y un riesgo por cada título - valor, en base a su evaluación los agentes económicos toman la decisión, de tal suerte que dirigen su atención a los títulos-valores cuya tasa de retorno sea mayor y el riesgo sea menor (y también tomando en cuenta los requerimientos de liquidez que determina la preferencia por plazos de vencimiento).

La tasa de retorno se analiza tomando en cuenta, las operaciones de compra - venta y de reporto, en moneda extranjera como moneda nacional y moneda nacional con mantenimiento de valor.

Los plazos de las operaciones están comprendidos entre 1 a 361 días y más, con intervalos de 1-9, 10-20, 21-28, 29-45, 46-90, 91-180, 181-360, 361- más días, todo ello de acuerdo a políticas que se adoptan en la bolsa de valores.

Las tasas de retorno más altas son las tasas en moneda nacional, ello explicado en parte por la política monetaria del gobierno para evitar la devaluación de la moneda nacional, hecho que favorece el ahorro en bolivianos, dada la condición de paridad consistente en que las tasas en moneda nacional y moneda extranjera serán igualmente recompensadas.

Las tasas en moneda nacional presentan un comportamiento ascendente, con una tasa de crecimiento del 11,73%. En cuanto a las tasas de retorno en moneda extranjera presentan tendencia descendente, por presentar tasas inferiores a lo largo del periodo esto como se ha mencionado por la política monetaria aplicada en los últimos años.

- a) **Tasas Interbancarias.-** Las tasas interbancarias son resultantes de las operaciones interbancarias de crédito en efectivo, presentan un comportamiento variable, con una tendencia decreciente.
- b) **Tasas de Premio del Banco Central de Bolivia.-** Son las tasas que se presentan en las operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Bolivia, específicamente en las operaciones de reporto que se ofrece, estas tasas se encuentran por debajo de las tasa ofrecidas en la bolsa de valores, pero en sí la dificultad y procedimiento de acceso a dichos reportes hacen que no tengan mucha actividad.

### 3.3. SISTEMA BANCARIO NACIONAL

El Sistema Bancario es la fuente de financiamiento tradicional por excelencia a la que acuden los demandantes y oferentes (ahorristas), de recursos.

Según la Ley de Bancos y Entidades Financieras, el Sistema Bancario es “el conjunto de entidades financieras bancarias autorizadas por la Superintendencia” de Bancos y Entidades Financieras, estableciendo que una entidad financiera bancaria es “cualquier entidad autorizada para operar como banco”<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> GACETA OFICIAL DE BOLIVIA. *Ley 1488: Ley de Bancos y Entidades Financieras*, Gaceta N° 3099, La Paz, 1993, Título II, Cap. 1.

La misma Ley establece que Banco es aquella “entidad financiera, de origen nacional o extranjero, autorizada para realizar operaciones de intermediación y a prestar servicios financieros al público (...) tanto en el territorio nacional como en el exterior del país”<sup>46</sup>.

### **3.3.1. FUNCIONES**

La función y misión fundamental de las instituciones bancarias es la captación de recursos del público y transferirlos a diversos sectores que desarrollan actividad económica. Vale decir, actuar como intermediarios en el crédito, centralizando primero los capitales dispersos que se encuentran disponibles y redistribuyéndolos luego en operaciones de crédito<sup>47</sup> a personas que los necesiten, tales como los empresarios que necesitan de capitales para producir.

### **3.3.2. TIPOS DE OPERACIONES BANCARIAS**

#### **3.3.2.1. Pasivas**

Son aquellas operaciones financieras destinadas a captar recursos del público, el banco adquiere pasivos al prestarse del público y servirse del dinero recibido para realizar a su vez créditos.

#### **3.3.2.2. Activas**

Constituyen operaciones destinadas a la colocación de recursos, surge de aquellos contratos por efecto de los cuales el banco concede a su cliente la propiedad de una suma de dinero con la obligación de su devolución o restitución, después de un periodo pactado, del monto recibido más el valor de los intereses.

#### **3.3.2.3. Neutras**

Estas se caracterizan por el hecho de que no captan recursos ni los colocan, solamente se orientan a la prestación de servicios, que son específicos y especializados, tales como custodio, mandatario, comisionista o representante de su cliente.

---

<sup>46</sup> Idem.

<sup>47</sup> CHAZAL, José Antonio de. Ob. Cit., p. 106

### **3.3.3. CARACTERISTICAS DE LA CONCESION DE CREDITOS EN EL SISTEMA BANCARIO**

Desde el punto de vista de los demandantes de recursos las condiciones de crédito son de fundamental importancia, estas son: La evaluación previa al crédito y la tasa de interés del crédito mismo.

Se establece como crédito a “toda operación, cualquiera sea la modalidad que se instrumente, mediante la cual la entidad financiera, asumiendo el riesgo de su recuperación, provee o se compromete a proveer fondos u otros bienes, o garantiza frente a terceros el cumplimiento de obligaciones contraídas por su cliente”<sup>48</sup>.

#### **3.3.3.1. Evaluación de Créditos a Prestatarios con un endeudamiento mayor a \$us 20.000**

##### **a) Análisis previo al crédito**

Se analiza:

- Objeto del crédito.
- Fuente o fuentes de pago
- Flujo de fondos proyectado en relación al plan de pagos.
- Antecedentes crediticios.
- La capacidad de llevar a cabo la actividad o proyecto a realizar.
- La situación financiera y patrimonial del solicitante.
- Las condiciones del sector en el que se desempeña.

---

<sup>48</sup> SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y ENTIDADES FINANCIERAS. *Reglamento para la evaluación y calificación de la cartera de créditos*. SBEF, La Paz, 1994. Capítulo II, Art. 3.



- Si se halla vinculado: El análisis de la situación económico- financiera de las personas vinculadas.

#### **b) Seguimiento del crédito**

- Destino de los fondos, vale decir, si fueron aplicados al objeto para el cual fueron solicitados.
- Situación económica y financiera.
- Estado de garantías, es decir, si los créditos están respaldados por garantías “reales”, la conservación física de las mismas y si éstas cubren el riesgo crediticio.

#### **c) Cumplimiento del cronograma de pago**

Es la base para los créditos.

### **3.3.3.2. Evaluación de Créditos a Prestatarios con endeudamiento igual o menor a \$us. 20.000**

#### **a) Evaluación de la capacidad de pago del prestatario y del garante**

Se debe evaluar si el prestatario y el garante pueden honrar la obligación en los términos pactados.

- En el caso de personas naturales con salario, que es la principal fuente de ingresos, la capacidad de pagos se determinará según el salario actual y el análisis de los gastos.
- En el caso de personas naturales, cuya principal fuente de ingresos no sea el salario, la capacidad de pago se determinará en base al análisis de

activos y pasivos así como el flujo de caja de la unidad económica del prestatario.

#### **b) Cumplimiento del cronograma de pagos**

El cumplimiento del cronograma a plazos está determinado en el contrato de crédito, cuyo incumplimiento está sujeto a multas y sanciones

#### **3.3.3.3 CARACTERÍSTICAS DE LAS TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA BANCARIO**

Las tasas de interés del sistema bancario nacional se caracterizan básicamente por ser elevadas en relación a otros países y más aún si se las compara con las tasas activas de países desarrollados como los Estados Unidos de Norteamérica ello se demuestra en el comportamiento de las tasas de interés reales activas del sistema bancario donde se observa que la tasa mínima a la que se llegó fue 9.17%, siendo una de las más elevadas.

En las tasas de interés se ven tres aspectos a dilucidar: Tasas de interés de elevado costo (5,2% más caras que en el mercado financiero de otros países), que se convierte en freno para el sector productivo; su elevado costo impide el re-pago de créditos comerciales; y evita la baja brusca de las tasas de interés y el descenso de los ingresos de los bancos.

Sin embargo, las tasas de interés vigentes en el mercado han podido aumentar en el sistema financiero su capacidad de intermediación financiera, lo que también ha permitido hacer crecer su cartera y su capacidad de crédito.<sup>49</sup>

Aún así, la intermediación financiera que ofrece la Banca Privada es demasiado rígida, es decir, con elevadas tasas de interés, los periodos cortos de autorización de créditos y la demanda de altos niveles de garantía.

---

<sup>49</sup> SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y ENTIDADES FINANCIERAS. *Boletín Informativo* N° 113, año 10, SBEF, La Paz, enero de 1998, p. 103.

### **3.4. EL COMPORTAMIENTO DE LA BOLSA DE VALORES Y SU RELACIÓN CON EL SISTEMA BANCARIO NACIONAL**

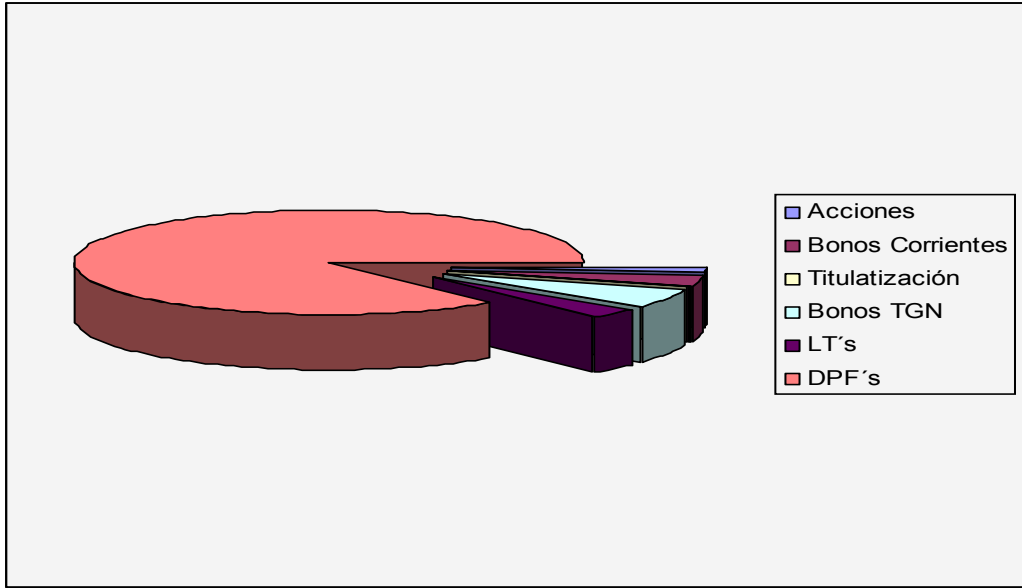
La Banca Privada en cuanto a su relación con la Bolsa de Valores se da a través de operaciones de títulos-valores, emitidos especialmente por la primera en la segunda. Uno de estos instrumentos es especialmente los DPF's (depósitos a Plazo Fijo), en su mayoría de corto plazo.

La transacción de los DPF's a corto plazo está inmerso en lo que se denomina el mercado de dinero; demostrando que “el volumen de operaciones acumuladas en la bolsa muestran que los DPF's representan el 49%. Desde el año 1989 a 1995, respecto a los demás instrumentos transados (los CEDES representaban el 39% y el 12% al resto a los diversos tipos de bonos)”<sup>50</sup>. Las emisiones de Depósitos a Plazo Fijo durante la gestión 2002 fueron de \$us. 4,425 millones, cifra que incluye nuevas emisiones, renovaciones y emisiones interbancarias. En base a este dato, se tiene que la composición de emisiones correspondiente al 2002 contempla la siguiente participación:

#### **EMISIONES POR INSTRUMENTO**

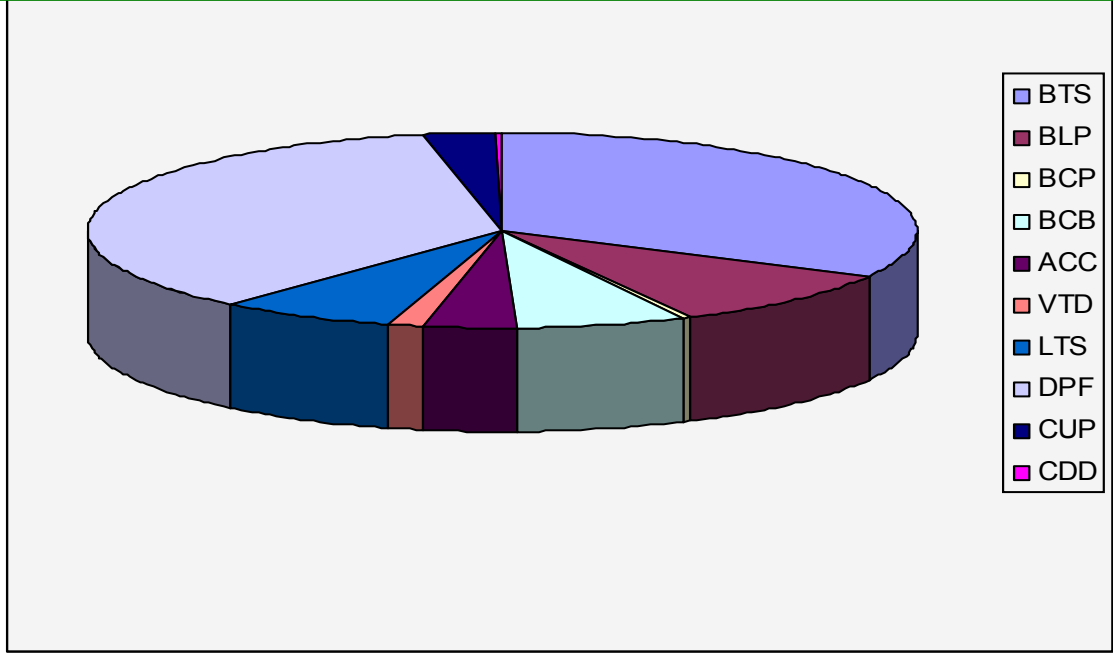
---

<sup>50</sup> MONTERO N., Marcelo. Ob. cit., p. 3.



Los valores con mayor volumen de negociación fueron los Depósitos a Plazo Fijo con \$us. 872,80 millones, los Bonos del Tesoro con \$us. 799,94 millones y los Bonos de Largo Plazo con \$us. 243,86 millones.

**VOLUMEN DE OPERACIONES EN RUEDA POR INSTRUMENTO**



A finales del segundo semestre de 2002, la cartera de los fondos tuvo la siguiente composición: DPF's (48.77%), cupones (0,34%), Letras del Tesoro (3,92%), Bonos del Tesoro General de la Nación (18,09%), Bonos del Banco Central (0,65%), Bonos Corporativos (14,60%), Acciones no Registradas en Bolsa (0,11%), Valores de Titularización (2,14%), acciones (0,34%) y otros que incluyen liquidez (11,03%).

Consecuentemente, las inversiones al 31 de diciembre de 2002, por sector, muestran la mayor concentración en Bancos y Entidades Financieras con 49,16%, seguidas por las inversiones en entidades estatales con 21,36%, otros (compras en reporto, liquidez, devengamiento de valores vendidos en reporto y premios) que representan el 15,27%, y otras empresas privadas con 14,20%.

Los primeros seis meses del año 2007 el promedio del monto operado fue de 201.8 millones de dólares, superior en un 52.2% al promedio registrado durante los primeros seis meses del 2006 cuando se operó en promedio 132.6 millones de dólares por mes.

En compraventa de valores de renta fija se negociaron durante los primeros seis meses 392.6 millones de dólares y los instrumentos más negociados fueron los Depósitos a Plazo Fijo con el 25.1% seguidos por los Bonos del Tesoro con una participación de 24.8%.

En operaciones de reporto se negociaron 806.1 millones de dólares y los instrumentos más negociados en reporto fueron los Bonos del Tesoro con el 46.4% del monto operado, seguidos por los Depósitos a Plazo Fijo con el 26.5%.

Esto implica que los DPF's emitidos por la Banca Privada, son los instrumentos más transados en la Bolsa de Valores; la emisión de este instrumento permite que el sistema financiero tradicional pueda "financiar sus necesidades de dinero por cortos períodos de tiempo, especialmente para cubrir deficiencias temporales en los flujos de caja o para capital de operaciones"<sup>51</sup>.

---

<sup>51</sup> BOLSA BOLIVIANA DE VALORES, *Informe Seminario Taller*, Ob. cit., p. 6.

### **3.5. LA CAPTACIÓN DE LIQUIDEZ Y CAPITAL DEL SECTOR PRIVADO**

#### **3.5.1. FUENTES DE RECURSOS FINANCIEROS**

Para constituir una empresa o expandir la capacidad productiva y mejorar su nivel de ingresos, las empresas recurren a distintas fuentes que les permiten acceder a recursos financieros, para lograr dichos propósitos.

Estos medios se clasifican en los créditos, la emisión de obligaciones, la autofinanciación, la emisión de acciones y otras formas modernas de financiación.

##### **3.5.1.1. Los créditos**

La Banca Privada es el medio tradicional para el financiamiento mediante créditos de las operaciones del sector privado; sin embargo, hay que tomar en cuenta que la Banca Privada Nacional otorga créditos en una propensión mayor a créditos de corto plazo, menores o iguales a un año, con demandas de garantías demasiado excesivas.

El corto plazo por el que otorgan recursos financieros se convierte en una barrera para no realizar inversiones de larga maduración, especialmente para el sector productivo del país, ya que los mismos necesitan un período promedio mayor al que otorgan créditos la banca privada. Pero, el acceso a créditos de la Banca Privada es solamente una alternativa de financiamiento para una empresa, existiendo otras alternativas más.

##### **3.5.1.2. La Emisión de Obligaciones**

Otra de las formas de financiamiento de las empresas es mediante la emisión de obligaciones de la misma precisamente en el mercado bursátil.

La operación se define como “un préstamo articulado en forma de empréstito que se fragmenta en obligaciones con lo cual se consiguen las ventajas generales de los títulos valores, entre los cuales destacan su mayor volumen total y su fácil negociación en la

Bolsa de Valores”<sup>52</sup>. Para realizar este tipo de operaciones es necesario contar con ciertos requisitos que son importantes para llevarlos a cabo. A estos requisitos se los conoce como factores técnicos: la empresa debe contar con una base amplia con rendimientos estables.

### **3.5.1.3. La Autofinanciación**

La autofinanciación “es un proceso mediante el cual la empresa financia su propia expansión destinando beneficios propios, otros ingresos, o finalmente ahorros, de una forma permanente y definitiva”.<sup>53</sup>

La autofinanciación ha existido siempre en mayor medida. En experiencias pasadas e históricas, parece que una de las condiciones necesarias para que una colectividad arranque hacia lo que hoy denominamos madurez económica, es precisamente que en alguno o algunos sectores económicos se originen una fuerte expansión con empresarios que inviertan una gran parte de sus beneficios para aumentar su capacidad de producción.

Lo anterior, se convierte en un principio que no se ha desarrollado en la mayoría de las empresas en nuestro país, es decir, en acumular ahorros como para realizar fuertes inversiones, entonces las empresas necesariamente tienen que recurrir a otros medios de financiamiento que le permita realizar sus objetivos de desarrollo. En este esquema se enmarcan las economías con poco desarrollo como la nuestra.

### **3.5.1.4. La Emisión de Acciones**

La emisión de acciones por parte de una empresa en el mercado bursátil, se convierte en un medio para financiar las necesidades financieras de una empresa. Para tal efecto, “la empresa debe estructurarse en forma de Sociedad Anónima, lo que exige la creación y suscripción de acciones”, o también conocidas como títulos valores en la Bolsa de Valores.

---

<sup>52</sup> FERNANDEZ, Jesús. *La Bolsa: Su técnica y organización como en el Mercado de Valores*. Ediciones Deusto Bilbao, España, 1974. p. 115.

<sup>53</sup> FERNANDEZ, Jesús. Ob. cit., p. 118.

La emisión de estos títulos valores permite a los empresarios acceder a ciertos recursos financieros necesarios para lograr objetivos particulares. Por lo tanto, a forma de conclusión del presente punto, se determina que la Bolsa de Valores es una alternativa eficiente que ofrece grandes perspectivas para el financiamiento de las empresas que así lo requieren, a través de la emisión de títulos -valores.

### **3.5.1.5. La Bolsa de Valores como Alternativa de Inversión y de Financiamiento**

La Bolsa de Valores es un ente físico por el cual se realizan la oferta y la demanda de títulos -valores. El Mercado Bursátil realiza dos tipos de operaciones fundamentales en el contexto del financiamiento y de la inversión:

En la primera, las empresas acuden a éste mercado para lograr recursos financieros para fines propios, mediante la emisión de activos financieros, en este caso la colocación de acciones. En la segunda, el mercado de valores es un ente por el cual se puede realizar inversiones a través de la compra de activos financieros.

A la vez, a modo de referencia, la bolsa ofrece tasas de interés bajas con relación al sistema financiero tradicional, los niveles de garantía son accesibles (la única garantía es el de tener informes al día de las operaciones de cada empresa que opera en ella). Por lo tanto, la Bolsa de Valores se convierte en una de las fuentes de financiamiento de recursos financieros para aquellas empresas que adolecen de este recurso, a la vez se puede desarrollar procesos de inversión.

También existen otros mecanismos para la consecución de recursos y liquidez en nuestra economía, tal el caso de las operaciones de mercado abierto que originalmente son utilizadas por el Banco Central de Bolivia para el control de la liquidez de la economía, mediante ésta, las tasas de interés y en última instancia la estabilidad de la economía, todo ello mediante la emisión de títulos- valores (CD's y LTs) y su venta o compra definitiva o reportes de los mismos.



La importancia que revisten las alternativas de captación de liquidez y de recursos de inversión, las operaciones de mercado abierto y las características del crédito bancario se desarrollan con un poco más de profundidad en los siguientes acápite.

### **3.5.2. DECISIONES DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL**

Las organizaciones y las empresas, deben enfrentar permanentemente decisiones de financiamiento; las cuales tendrán por tanto un impacto sustantivo en el progreso de la empresa y de sus proyectos. Se trata entonces no sólo de decisiones delicadas y sensibles que demandan un actuar diligente, si no también de elecciones que pueden afectar hasta el mismo curso de viabilidad financiera de una entidad.

Referente a las decisiones financieras de inversión y de financiamiento como principales funciones dentro del manejo financiero de la empresa. Como en cualquier inversión siempre aparecerán dos parámetros de decisión: el riesgo y el retorno, siendo su asociación habitual igual, es decir a mayor riesgo mayor retorno esperado; y a menor riesgo, menor retorno esperado. Toda decisión financiera conlleva una incertidumbre (de antemano no se sabe el resultado de las decisiones) y una actitud ante el riesgo (en un escenario adverso, cuánta pérdida se está dispuesto a tolerar).

Las decisiones de financiamiento se producen en mercados financieros. Ello significa que se debe evaluar cuál de estos segmentos del mercado es más propicio para financiar el proyecto o actividad específica para la cual la empresa necesita recursos. Los segmentos son el mercado de dinero y el mercado de capitales.

Típicamente en el primer segmento se encuentra el financiamiento bancario; en tanto que sí se desea emitir valores se puede combinar el mercado de dinero (corto plazo) con el mercado de capitales (largo plazo).

Las decisiones señaladas enfrentan varios factores y no solamente el del costo financiero que suele ser el que mayor atención obtiene. Podemos indicar que otro elemento relevante es la flexibilidad del esquema financiero; así como el carácter de transitoriedad o permanencia de la relación financiera.

Esta óptica meramente contable, las decisiones de financiamiento reflejan la mejor forma de componer el lado derecho del balance general de una empresa, o lo que es lo mismo, la relación más conveniente que puede establecerse entre los Recursos Propios y la Deuda, nos referimos por tanto a la estructura financiera de la empresa.

Las empresas modernas cuentan en su mayoría con acceso a fuentes de financiamiento tradicionales, entre las que se encuentra principalmente la banca comercial (esta fuente es conocida como financiamiento indirecto al existir un intermediario).

Las sociedades anónimas generalmente están organizadas alrededor de una estructura familiar y, lo más importante, es que cuentan con un sentido conservador de las finanzas, con lo cual tienden a acercarse a fuentes más seguras de financiamiento.

Existe la percepción de que empresas cuentan con poca proyección en los negocios, motivo por el cual en general se cuenta con una mentalidad a corto plazo, coherente con el acercamiento a la banca tradicional.

Sin embargo, una importante alternativa de financiamiento a través del mercado de valores, que ostenta sustantivas ventajas potenciales como son reducciones en el costo financiero, mayor flexibilidad en la estructura de financiamiento, mejoramiento en la imagen de la empresa, establecimiento de un vínculo de financiamiento de largo plazo, etc.

Por tanto es necesario que las empresas sepan efectuar un análisis cuidadoso de las alternativas que enfrentan; debiendo estudiar los costos y beneficios de cada una. Se revisarán estos factores desde la lógica de evaluar la posibilidad que la empresa ingrese al mercado de valores como emisor.

El acceso a recursos a través del mercado de valores se supone que se efectúa a través de bonos de deuda, debido a que la mayor parte de los instrumentos transados en bolsa son instrumentos de renta fija. Se toma como tasa bancaria del préstamo la de 17.6%, que corresponde a la tasa promedio activa del sistema bancario.

Las señaladas anteriormente sobre las tasas activas utilizadas para el cálculo del costo de financiamiento a través de la banca están de acuerdo a la información publicada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en el Boletín Informativo a junio de 2007 y las tasas de rendimiento utilizadas para la estimación del costo de una emisión de bonos están de acuerdo a las emisiones vigentes en el mercado de valores. De hecho este ejercicio deberá ser refrescado al momento que se haga la evaluación concreta para una empresa.

También los costos y tarifas que se tomaron para calcular el costo total de una emisión de bonos son los costos y tarifas vigentes, tanto de la SPVS, la BBV y de las Agencias de Bolsa. En el caso del acceso a fondos a través de la banca, no se tomó en cuenta ningún costo adicional.

**Tabla 1: Costos y tarifas asociados con una emisión de bonos de deuda**  
(Expresado en dólares y en porcentaje)

Descripción	Costo
<b>Agencia de Bolsa</b>	
Comisión de Estructuración	Entre 0,75% y 1% del monto bruto de la emisión
BBV	0.15% del monto bruto de la emisión
Registro de la Emisión (\$us. 0 hasta 3 MM)	0.10% del monto bruto de la emisión
Registro de la Emisión (entre \$us. 3 MM y \$us. 5 MM)	
Mantenimiento de Registro 2do Año	40% del pago efectuado el 1er año
Mantenimiento de Registro 3er Año (Libre después)	20% del pago efectuado el 1er año

Descripción	Costo
<b>Intendencia de Valores</b>	
Inscripción del Emisor en el RMV	Monto menor entre \$us. 1,000 y el 0,5% del patrimonio neto de la empresa
Tasa de Mantenimiento del Registro en el RMV	Monto menor entre \$us. 1,000 y el 0,5% del patrimonio neto de la empresa
Inscripción de la Emisión en el RMV	0.08% del monto total emitido, pagadero cada año hasta el 3er. Año, libre después
<b>Empresa Calificadora de Riesgo</b>	
Calificación de Riesgo por Año	\$us. 15,000 – sujeto a incrementos y a la empresa calificadora de riesgo
<b>Costos Legales</b>	
Abogados, Prensa, Representante Legal, etc.	\$us. 5,000 – sujeto a incrementos o variaciones
<b>Empresa de Auditoria Registrada en el RMV</b>	
Auditorias Semestrales (Costo Anual)	De \$us. 6,000 a \$us. 25,000 dependiendo del tamaño de la empresa

**Tabla 2: Supuestos para el Escenario 1**  
(Expresado en dólares y en porcentaje)

DESCRIPCION	SUPUESTO
Monto	\$us. 2.000.000
Plazo	3 años
Tasa de Rendimiento Anual de los Bonos	12.00% 1
Tasa de Descuento Anual	8.00%
Amortización de Capital	Al final de la emisión, al monto nominal
Patrimonio del Emisor	Mayor a \$us. 200.000
Costo de la Calificación de Riesgo x año	\$us. 15.000 el 1er año, asume incrementos x inflación del 7% cada año posterior

Por tanto, el costo total en valor presente de acceder a US\$ 2,000.000 a través del mercado de valores es de US\$ 2,145.117, mientras que el costo de acceder a un préstamo bancario por la misma suma y el mismo plazo, a una tasa de interés del 15% es de US\$ 2,205.689 en valor presente. Esto significa que una empresa ahorraría US\$ 60,572 en valor presente a lo largo de 3 años.

La evaluación muestra la ventaja financiera, con las condiciones estipuladas, es igualmente válida para montos de deuda mayores a US\$ 1,133 930; que vendría a representar un “punto de equilibrio” de esta comparación.

**Tabla 3: Supuestos para el cálculo**  
(Expresado en dólares y en porcentaje)

DESCRIPCION	SUPUESTO
Monto	\$us. 4.000.000
Plazo	5 años
Tasa de Rendimiento Anual de los Bonos	11.5% 2
Tasa de Descuento Anual	8.00%
Amortización de Capital	Al final de la emisión, al monto nominal
Patrimonio del Emisor	Mayor a \$us. 200.000
Costo de la Calificación de Riesgo x año	\$us. 15.000 el 1er año, asume incrementos x inflación del 7% cada año posterior
Costo de la Auditoria x año	\$us. 10.000 el 1er año, asume incrementos x inflación del 7% cada año posterior

Los términos y condiciones establecidos en la tabla anterior, el costo asociado con el acceso a US\$ 4,000,000 de financiamiento a través del mercado de valores es de US\$ 4,329,982 en valor presente, mientras que el costo de esos fondos a través de la banca es de US\$ 4,643,928 en valor presente. Esta diferencia se traduce en un ahorro de US\$ 313,947 en valor presente a lo largo de 5 años. En este caso el “punto de equilibrio” se estima en US\$ 1,093.650; monto por debajo del cual no se cumple la ventaja financiera calculada.

**Tabla 4: Supuestos para el cálculo**  
(Expresado en dólares y en porcentaje)

DESCRIPCION	SUPUESTO
Monto	\$us. 7.000.000
Plazo	8 años
Tasa de Rendimiento Anual de los Bonos	11.0% 3
Tasa de Descuento Anual	8.00%
Amortización de Capital	Al final de la emisión, al monto nominal
Patrimonio del Emisor	Mayor a \$us. 200.000
Costo de la Calificación de Riesgo x año	\$us. 15.000 el 1er año, asume incrementos x inflación del 7% cada año posterior
Costo de la Auditoria x año	\$us. 10.000 el 1er año, asume incrementos x inflación del 7% cada año posterior

Los resultados referentes a la tabla muestran que el acceso a fondos por un monto de US\$ 7,000.000 a través del mercado de valores, tiene un costo en valor presente de US\$ 8,102.824, mientras que el acceso a este monto a través de un préstamo bancario a una tasa de interés del 13.5% sería de US\$ 8,355.083. En este caso, se tomó una tasa del 13.5%, la cual se considera razonable a largo plazo para un diente solvente y confiable. Sin embargo, ésta podría variar de acuerdo al factor riesgo de cada cliente.

Aún cuando la empresa haya alcanzado una decisión en cuanto a aumento de capital o de deuda, todavía le queda elegir entre diferentes modalidades de los valores a emitir. Influye en esta selección el destino de los fondos que se captan:

Financiamiento de las operaciones regulares de la empresa (capital de trabajo), inicio de nuevos proyectos (inversión en activos), sustitución de deuda antigua (refinanciamiento), financiamiento para escasez temporal de efectivo, etc. De esta forma, el emisor debe configurar la opción que mejor cubra sus necesidades, combinando las características básicas del instrumento como son: fecha de vencimiento, moneda de la emisión, tipo de interés (sí lo hay), garantías de la emisión, subordinación o prioridad de la deuda, mecanismo de negociación del valor, convertibilidad en otros valores y condición de recompra antes de vencimiento.

Como ejemplo considérese que el incremento de capital puede dar lugar a acciones comunes, pero también a acciones sin derecho a voto, o incluso a acciones preferenciales (aquellas que garantizan el pago de un dividendo). En el diagrama se muestran los flujos que tienen lugar cuando el financiamiento vía acciones es adoptado. Así el inversionista cede sus recursos adquiriendo un activo (valor) el cual le da derecho a recibir posteriormente dividendos. Por su parte la empresa ofrece y emite las acciones, recibiendo nuevos recursos, lo que le permite incrementar su capital.

### **3.6. OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCB**

- a) **Concepto.-** Las Operaciones de Mercado Abierto, (OMA's) consisten básicamente en la compra-venta definitivas y reportos de títulos - valores en el mercado con el fin de proveer o absolver liquidez del Sistema Financiero. Según el Reglamento de Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Bolivia, éstas "son las operaciones (...) que realiza el Banco Central de Bolivia (BCB) por cuenta propia, con objetivos de Política Monetaria o por cuenta del Tesoro General de la Nación (TGN), en su calidad de agente financiero del gobierno"<sup>54</sup>.

---

<sup>54</sup> BANCO CENTRAL DE BOLIVIA. *Reglamento de operaciones de mercado abierto*, Boletines del BCB, La Paz, Cap.1, Art. 2.



**CUADRO 1**

**OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCB**

(En millones de \$us.)

<i>INSTRUMENTOS</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
<b>CD's</b>	90,20	95,80	128,30	47,40	61,30	13,10	77,10	5,40	10,25	1,88	14,01
<b>LT'S</b>									152,90	138,30	93,40
<b>LT's (TGN )</b>					2,30	794,00	213,40	433,60	226,50	193,50	232,10
<b>REPORTO</b>								175,50	341,30	654,30	299,60
<i>INSTRUMENTOS</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
<b>CD's</b>	10,25	1,88	14,01	26,14	38,27	50,40	62,53	74,65	16,75	14,26	49,74
<b>LT'S</b>	68,70	38,95	9,20	20,55	50,30	80,05	109,80	139,55	68,70	38,95	92,13
<b>LT's (TGN )</b>	228,13	210,33	192,52	174,72	228,13	210,33	192,52	174,72	156,91	139,11	149,79
<b>REPORTO</b>	539,00	607,53	676,06	744,59	813,12	881,65	950,18	539,00	607,53	676,06	744,59

Fuente : Elaboración propia en base a las Memorias del BCB 1989 -2009

**b) Objetivos.-** Las OMA's que realiza el BCB, tienen los siguientes objetivos:

- Cumplimiento de las metas de política monetaria.
- Regulación de la liquidez de la economía.
- Cumplimiento de las metas de financiamiento interno del TGN.

### 3.6.1. Mecánica de las OMA'S

Las OMA's del BCB se inician el año 1987 y los títulos que se utilizan en estas operaciones son los Certificados de Depósito (CD's), Letras de tesorería (LT's) principalmente, pero también Bonos del Tesoro (BT's) (1994), y los Certificados de Devolución de Depósitos (CDD's).

- a) **Colocación de Títulos.-** Los títulos - valores (CD's y LT's) se colocan semanalmente mediante subasta pública competitiva y son el instrumento principal con el que cuenta el BCB para afectar “durablemente” la liquidez de la economía e influir en las tasas de interés, según los objetivos de Política Monetaria. Además, la colocación permite al TGN la captación de recursos para sus necesidades.

Cuando el BCB coloca mayor cantidad de títulos- valores que los que se vencen en la semana respectiva, la liquidez en la economía se reduce (se capta liquidez), provocando el alza de las tasas de corto plazo en el mercado monetario. Ocurre lo contrario cuando se coloca una cantidad menor, se inyecta liquidez y las tasas tienden a subir.

La colocación de títulos del TGN tiene un efecto diferente, debido a que los recursos captados por el TGN mediante ésta, sirven normalmente para cubrir los gastos y necesidades del sector público, regresando al sistema financiero a veces a los pocos días.

- b) **Reportos.-** Según el Reglamento de Operaciones de Reporto: “Una operación de reporto consiste en la venta de títulos - valores por parte de un agente (el reportado) a un segundo agente (el reportador), con el compromiso

del reportado de recomprar los títulos - valores en un plazo y a precio preestablecido, en la fecha de transacción.

El precio de recompra, además del valor determinado para el título, debe establecer un premio en beneficio para el reportador<sup>55</sup>. Es decir, una compra no definitiva de títulos - valores, una venta de títulos - valores con compromiso de compra.

Las operaciones de reporto implican una modificación de corto plazo en la liquidez del sistema, más que modificar la oferta monetaria del sistema el BCB utiliza los reportos para disminuir la volatilidad de las tasas de corto plazo del mercado monetario.

- c) **Otras OMA's.-** El BCB también realiza operaciones como las compras definitivas de títulos - valores (CD's y LT's ) y los swaps sobre divisas.

La posibilidad de vender definitivamente los títulos - valores públicos al BCB (CD's y LT's únicamente) esta abierta para los agentes. Pero el BCB prefiere las operaciones de venta y reporto para afectar a la liquidez de la economía, por los que las condiciones de compra definitiva, hacen que esta sea la última alternativa de los agentes.

En cuanto a los swaps sobre divisas, inicialmente el BCB realizaba estas operaciones ligadas a títulos - valores, que consistían en la compra de dólares americanos a entidades financieras o particulares a cambio de títulos - valores en moneda nacional equivalente al monto en dólares, con pacto de reventa de los dólares a un plazo determinado, al tipo de cambio de venta de la fecha de compra del título.

En abril de 1998 entraron en vigencia las operaciones de swaps no ligadas a títulos, que consisten en la compra o venta de divisas del BCB con el

---

<sup>55</sup> BANCO CENTRAL DE BOLIVIA. *Reglamento de Operaciones de Reporto*, Boletines del BCB, La Paz, Cap.1, Art. 2.

compromiso de revertir la operación en un plazo y al tipo de cambio determinados al inicio de la operación. Beneficia a los agentes en cuanto brinda la posibilidad de realizar operaciones que implican modificaciones en su posición y cobertura cambiaria.

### 3.6.2. Comportamiento de las OMA's

Las OMA's como se mencionó, son los principales instrumentos que tiene el BCB para afectar la liquidez de la economía, por ello la tendencia y desarrollo de éstas va en relación con los objetivos de Política Monetaria y de financiamiento trazados por el BCB. Respectivamente; en operaciones de reporto estas presentan un crecimiento exponencial anual del 252%. En 1994 se inició con un monto de SU\$ 6,799.000 dólares.

Esta tendencia de las OMA's implica como ya se mencionó, los objetivos de política monetaria del BCB como es el control de la liquidez del sistema financiero nacional, muestran, además, un hecho importante, que al ser uno de los instrumentos más importantes (las OMA's) que se transan en la bolsa boliviana de valores, y al ser de corto plazo, hacen que las transacciones de la bolsa sean preponderantemente de corto plazo y no de largo plazo como requiere la economía.

**CUADRO 2**  
**BCB: VOLUMEN DE OPERACIONES EN BBV**  
**Período: 1989 – 2010**  
**(en miles de dólares)**

INSTRUMENTOS	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1.TOTAL C-V	29.688	517.392	178.407	89.295	81.251	12.858	143.719	262.192	171.905	88.536	111.692
Bonos del Tesoro							1.512	23.451	21.222	14.288	
CDS del BCB	29.688	517.392	178.407	89.295	81.251	4.935	30.026	13.109	5.289		-60.476
Letras del Tesoro						7.923	112.181	225.632	145.394	74.248	
2. TOTAL REPTO.		907	186.919	129.199	65.230	41.684	45.124	582.426	907.651	1.173.709	

Bonos del Tesoro						35	20.081	93.811	76.810	122.910	
CDS DEL BCB		907	186.919	129.199	65.230	34.850	9.859	5.094	249		
Letras del Tesoro						6.799	15.184	483.521	830.592	1.050.799	
TOTAL R.F	29.688	518.299	365.326	218.494	146.481	54.542	188.843	844.618	1.079.556	1.262.245	1.045.389
<b>INSTRUMENTOS</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
1.TOTAL C-V	103.359	95.026	86.692	78.359	70.026	61.693	53.360	45.027	36.693	28.360	20.027
Bonos del Tesoro						24.143	27.753	31.363	34.973		
CDS del BCB	-93.669	-126.861	-160.054	-193.247	-226.440	-259.633	-292.825	-326.018		-359.211	-392.404
Letras del Tesoro					162.835	179.421	196.007	212.593	229.180		
2. TOTAL REPTO.	993073,6667	1.122.070	1.251.065	1.380.061	1.509.057	1.638.053	1.767.049	1.896.045	2.025.041		2154036,467
Bonos del Tesoro					153473,1	183.721	213.969	244.217	274.465		
CDS DEL BCB	15718,64286	-31.220	-46.722	-62.223	-77.725	-93.226	-108.728	124229,5595			-139731,119
Letras del Tesoro					1.348.401	1.638.742	1.929.083	2.219.424	2.509.765		
TOTAL R.F	1.149.858	1.254.326	1.358.795	1.463.264	1.567.733	1.672.202	1.776.671	1.881.140	1.985.609	2.090.078	2.194.547

Fuente: Elaboración propia, basado en datos de la BBV. Boletines Estadísticos de 1989 a 1998.

### 3.6.3. Las OMA's como fuente de liquidez y capital

Las características de las OMA's, que se presentan en los anteriores acápite, muestran las posibilidades que tienen tanto las personas naturales como jurídicas de obtener recursos (financiamiento), para llevar adelante sus operaciones, mediante la compra o venta de títulos - valores o a través de los otros mecanismos mencionados.

### 3.7. LAS OPERACIONES EN LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES

Los instrumentos financieros transados en la Bolsa Boliviana de Valores corresponde a los siguientes: Bonos Bancarios Bursátiles (BBB), Bonos Convertibles en Acciones (BBC), Bonos del Banco Central de Bolivia (BCB), Bonos a Corto Plazo (BCP), Bonos a Largo Plazo (BLP), Bonos Municipales (BMS), Bonos del Tesoro General de la Nación (BTS), Certificados de Depósito Bancarios (CDB), Certificados de Devolución de Depósitos (CDD), Certificados de Depósito emitidos por el Banco Central de Bolivia (CDS), Certificado de Nota de Crédito Negociable (CNC), Cupones de Bonos (CUP), Depósitos a Plazo Fijo (DPF), Letras del Tesoro General de la Nación (LTS), Pagarés

Bursátiles (PGB), Pagarés de Mesa (PGM), Valores de Titularización (VTD), Acciones (ACC) y Cuotas de Participación (CPT).

### 3.7.1. INSTRUMENTOS FINANCIEROS TRANSADOS ENTRE 1994-1997

Los montos negociados en Bolsa en el período 1994 – 1997 muestra que las transacciones con instrumentos de renta fija representan más del 99% respecto de los instrumentos de renta variable que corresponde a las acciones, En los títulos valores de renta fija, se puede apreciar que los depósitos a plazo fijo (DPF) representan el 83.1% y 72.1% del total en los años 1994 y 1995 respectivamente, seguido por los CDS del Banco Central de Bolivia con una participación de 3.9% en promedio.

En los años de 1996 y 1997, la participación de los DPF disminuyeron a 36.7% y 53.0% respectivamente, en tanto que las Letras de Tesorería (LTS) incrementaron su participación a 47.7% y 40.2% de forma respectiva y representando ambos instrumentos el 84.4% y 93.2% respecto del total de títulos de renta fija, como se aprecia en el Cuadro 3.

**CUADRO 3**  
**MONTOS NEGOCIADOS EN BOLSA - POR AÑO E INSTRUMENTO**  
En miles de dólares estadounidenses

INSTRUM.	1994	% del Subt.	1995	% del Subt.	1996	% del Subt.	1997	% del Subt.
Renta Fija								
BBB	34.287	3,4%	14.869	1,4%	41.692	4,5%	6.636	0,5%
BBC	20.653	2,0%		0,0%	1.570	0,2%	5.418	0,4%
BCB		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
BCP	2.803	0,3%	1.356	0,1%	101	0,0%	438	0,0%
BLP	37.879	3,7%	11.074	1,1%	4.281	0,5%	19.147	1,4%
BMS	7.096	0,7%	2.481	0,2%		0,0%	10.850	0,8%
BTS	34	0,0%	24.439	2,3%	68.467	7,3%	42.323	3,2%
CDB	13.414	1,3%	10.288	1,0%	5.861	0,6%		0,0%
CDD	2.061	0,2%	62.179	5,9%	4.643	0,5%		0,0%
CDS	39.785	3,9%	39.885	3,8%	17.574	1,9%	5.538	0,4%
CNC		0,0%		0,0%	1.147	0,1%		0,0%
CUP		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
DPF	847.359	83,1%	758.209	72,1%	342.146	36,7%	709.965	53,0%
LTS	14.722	1,4%	127.366	12,1%	444.374	47,7%	538.084	40,2%
PGB		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
VTD		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
Subtotal	1.020.093	100,0%	1.052.146	100,0%	931.856	100,0%	1.338.399	100,0%
Renta Var.								
ACC	34		625		3.074		3.560	
Subtotal	34		625		3.074		3.560	
Total	1.020.127		1.052.771		934.930		1.341.959	
% Renta Fija	100,0%		99,9%		99,7%		99,7%	
% Renta Var.	0,0%		0,1%		0,3%		0,3%	

Fuente: BBV - Elaboración Propia

### **3.7.2. INSTRUMENTOS FINANCIEROS TRANSADOS ENTRE 1998-2001**

En el período 1998 – 2001, el volumen de las transacciones en la Bolsa aumentaron en 125.3%, pasando de \$us 1.665 millones a \$us 3.764 millones, debido a una mayor dinámica de los agentes económicos participantes.

Entre 1998 – 2001 los instrumentos de renta fija aún representan más del 99% respecto de los títulos de renta fija. En este período también se consolida la participación de los DPF y LTS respecto del total de los instrumentos de renta fija, así los DPF y los LTS participan con el 59.5% y 22.5% en promedio respectivamente.

Por otra parte, instrumentos como los BTS y BLP aumentan su participación en las transacciones de la Bolsa, particularmente en los años de 2000 y 2001, alcanzando su participación en este último año a 26.5% y 9.1% respectivamente. Asimismo, otros instrumentos como los Bonos (BCB) del Banco Central de Bolivia incrementa su participación promedio con el 7.5%.

**CUADRO 4**  
**MONTOS NEGOCIADOS EN BOLSA - POR AÑO E INSTRUMENTO**  
 En miles de dólares estadounidenses

INSTRUM.	1998	% del Subt.	1999	% del Subt.	2000	% del Subt.	2001	% del Subt.
Renta Fija								
BBB	3.607	0,2%	1.028	0,1%		0,0%		0,0%
BBC	2.888	0,2%	742	0,0%	518	0,0%	370	0,0%
BCB		0,0%	17.989	1,1%	259.232	7,8%	271.711	7,2%
BCP	412	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
BLP	18.323	1,1%	14.357	0,8%	71.946	2,2%	342.286	9,1%
BMS	4.180	0,3%	3.159	0,2%	14.689	0,4%	7.681	0,2%
BTS	33.125	2,0%	17.149	1,0%	205.001	6,1%	996.569	26,5%
CDB		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
CDD	7.515	0,5%	9.484	0,6%	16.090	0,5%	22.561	0,6%
CDS		0,0%	4.971	0,3%		0,0%		0,0%
CNC		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
CUP		0,0%		0,0%		0,0%	12.403	0,3%
DPF	1.149.260	69,0%	1.032.053	60,7%	2.291.875	68,5%	1.551.810	41,2%
LTS	445.243	26,7%	600.124	35,3%	484.719	14,5%	557.148	14,8%
PGB		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
VID		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
Subtotal	1.664.553	100,0%	1.701.056	100,0%	3.344.070	100,0%	3.762.539	100,0%
Renta Var.								
ACC	6.260		3.288		72.163		1.306	
Subtotal	6.260		3.288		72.163		1.306	
Total	1.670.813		1.704.344		3.416.233		3.763.845	
% Renta Fija	99,6%		99,8%		97,9%		100,0%	
% Renta Var.	0,4%		0,2%		2,1%		0,0%	

Fuente: BBV - Elaboración Propia

### 3.7.3. INSTRUMENTOS FINANCIEROS TRANSADOS ENTRE 2002-2005

En el período 2002 al 2005 el importe negociado en la Bolsa con instrumentos de renta fija registra una disminución de 41.9%, pasando de \$us 2.358 millones a \$us 1.368 millones. Asimismo, los títulos de renta fija representan más del 99% y los de renta variable apenas el 1% del monto total transado en la Bolsa en el citado período.

En los instrumentos de renta fija, los DPF representan en promedio el 30.7%, seguido por los BTS con una participación de 26.4%, los BLP con 21.1% y los LTS con 13.9%, correspondiendo al resto de los instrumentos una menor participación relativa.

En cuanto a los instrumentos de renta variable, las acciones registran un importe promedio de \$us 26 millones en el citado período.



**CUADRO 5**  
**MONTOS NEGOCIADOS EN BOLSA - POR AÑO E INSTRUMENTO**  
 En miles de dólares estadounidenses

INSTRUM.	2002	% del Subt.	2003	% del Subt.	2004	% del Subt.	2005	% del Subt.
Renta Fija								
BBB		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
BBC	60	0,0%	10	0,0%	620	0,0%		0,0%
BCB	163.545	6,9%	43.156	2,8%	54.293	4,1%		0,0%
BCP	1.556	0,1%	546	0,0%	2.681	0,2%		0,0%
BLP	243.860	10,3%	337.728	21,6%	376.442	28,7%	324.508	23,7%
BMS		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
BTS	799.945	33,9%	365.935	23,4%	304.901	23,2%	345.126	25,2%
CDB		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
CDD	4.555	0,2%		0,0%		0,0%		0,0%
CDS		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
CNC		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
CUP	70.294	3,0%	23.175	1,5%	15.907	1,2%	10.428	0,8%
DPF	872.802	37,0%	511.047	32,7%	300.664	22,9%	414.168	30,3%
LTS	171.793	7,3%	243.875	15,6%	222.666	17,0%	211.933	15,5%
PGB		0,0%		0,0%	20.543	1,6%	16.580	1,2%
PGM		0,0%		0,0%		0,0%	24.308	1,8%
VTD	30.519	1,3%	36.028	2,3%	13.883	1,1%	21.530	1,6%
Subtotal	2.358.929	100,0%	1.561.500	100,0%	1.312.600	100,0%	1.368.581	100,0%
Renta Var.								
ACC	91.166		2.219		4.453		5.148	
Subtotal	91.166		2.219		4.453		5.148	
Total	2.450.095		1.563.719		1.317.053		1.373.729	
% Renta Fija	96,3%		99,9%		99,7%		99,6%	
% Renta Var.	3,7%		0,1%		0,3%		0,4%	

Fuente: BBV - Elaboración Propia

### 3.7.3. INSTRUMENTOS FINANCIEROS TRANSADOS ENTRE 2006-2009

En el período 2006 al 2009 el monto negociado con instrumentos de renta fija presenta un incremento de 90.0%, pasando de \$us 1.676 millones a \$us 3.186 millones, debido a un mayor volumen de transacciones con DPF, LTS y BTS.

En este sentido, los BTS tienen una participación promedio de 36.6%, seguido por LTS con una participación de 25.7% y luego los DPF que tienen una participación promedio de 25.2% sobre el valor total de transacciones con títulos de renta fija. Entre otros títulos con menor participación se encuentran los BLP con una participación promedio de 7.6% en el citado período y los VTD con 3.1%.

En cambio los títulos de renta variable, tales como las acciones (ACC) y las cuotas de participación (VTD), representan apenas el 1.5% del total de los montos negociados en Bolsa.

**CUADRO N° 6**  
**MONTOS NEGOCIADOS EN BOLSA - POR AÑO E INSTRUMENTO**  
 En miles de dólares estadounidenses

INSTRUM.	2006	% del Subt.	2007	% del Subt.	2008	% del Subt.	2009	% del Subt.
Renta Fija								
BBB		0,0%		0,0%	25.090	0,8%	26.302	0,8%
BBC		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
BCB		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
BCP		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
BLP	194.467	11,6%	179.229	7,6%	171.772	5,6%	174.200	5,5%
BMS		0,0%		0,0%	11.526	0,4%	12.152	0,4%
BTS	509.148	30,4%	937.750	39,7%	1.160.304	37,6%	1.225.306	38,5%
CDB		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
CDD		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
CDS		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
CNC		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
CUP	1.311	0,1%	9.718	0,4%	10.679	0,3%	10.990	0,3%
DPF	548.990	32,7%	606.837	25,7%	660.074	21,4%	662.075	20,8%
LTS	375.463	22,4%	577.934	24,4%	867.593	28,1%	890.225	27,9%
PGB	16.650	1,0%	38.049	1,6%	18.115	0,6%	18.999	0,6%
PGM	8.345	0,5%		0,0%		0,0%		0,0%
VTD	21.977	1,3%	14.615	0,6%	164.521	5,3%	165.306	5,2%
Subtotal	1.676.351	100,0%	2.364.130	100,0%	3.089.675	100,0%	3.185.555	100,0%
Renta Var.								
ACC	6.289		5.133		47.627		48.302	
CPT	6.289		31.630		12.013		14.569	
Subtotal	12.578		36.764		59.640		62.871	
Total	1.688.929		2.400.894		3.149.314		3.248.426	
% Renta Fija	99,3%		98,5%		98,1%		98,1%	
% Renta Var.	0,7%		1,5%		1,9%		1,9%	

Fuente: BBV - Elaboración Propia  
 Año 2009: Cifras preliminares

**CAPITULO IV**  
**EVALUACIÓN DE RESULTADOS Y VERIFICACIÓN**  
**DE LA HIPOTESIS**

BIBLIOTECA DE ECONOMÍA

## **4. EVALUACIÓN DE RESULTADOS Y VERIFICACIÓN DE LA HIPÓTESIS**

### **4.1 EVALUACIÓN DE RESULTADOS**

Como se pudo apreciar anteriormente, el financiamiento de las actividades productivas a través de la Bolsa Boliviana de Valores en el citado período registra un escaso apoyo de financiamiento hacia la inversión productiva, debido principalmente a una reducida participación de los títulos de renta variable, como es el caso de las acciones, sobre el total de montos negociados en la Bolsa. En lo que se refiere a los títulos de renta fija, se tiene que la mayor participación de los DPF, LTS y BTS muestra que las entidades bancarias y el Estado Boliviano (a través del Tesoro General de la Nación), fueron quienes se beneficiaron con las transacciones en la Bolsa, los primeros financiando sus actividades de intermediación financiera y el segundo sus necesidades de requerimientos de liquidez.

En ese sentido, los Bancos privados nacionales a través de sus Agencias de Bolsa negociaron montos elevados en la Bolsa Boliviana de Valores, particularmente los DPF, así se tiene a: BISA S.A. Agencia de Bolsa del Grupo Financiero BISA; Credibolsa S.A. Agente de Bolsa filial del Banco de Crédito de Bolivia S.A.; Mercantil Inversiones Bursátiles S.A. Agente de Bolsa del Banco Mercantil S.A.; Nacional de Valores S.A. Agente de Bolsa filial del Banco Nacional de Bolivia S.A.; Valores Unión S.A. Agente de Bolsa filial del Banco Unión S.A.

En el siguiente cuadro se presentan los resultados del comportamiento de los instrumentos negociados en la Bolsa Boliviana de Valores, así se tiene que en el período 1994 – 1997 los DPF y LTS representan en promedio el 86.5% del total del monto negociado en la Bolsa, debido a la reducida participación de otros agentes económicos, especialmente de las empresas u organizaciones privadas, quienes mostraron ciertas dificultades a la hora de transparentar su información de su situación económica y financiera, según los requisitos exigidos para el financiamiento de sus actividades en la Bolsa.

Por otra parte, algunas empresas prefirieron acudir a las entidades bancarias y al propio ahorro interno para financiar sus actividades; asimismo, las LTS aumentaron su participación debido a mayores requerimientos de liquidez del TGN y también por las operaciones de reporto efectuadas por los agentes económicos que negociaron este instrumento en la Bolsa, como es el caso de las propias entidades bancarias.

**CUADRO N° 7**  
**MONTOS NEGOCIADOS EN BOLSA - POR AÑO E INSTRUMENTO**  
En miles de dólares estadounidenses

Inst. Renta Fija	1994	% del Subt.	1995	% del Subt.	1996	% del Subt.	1997	% del Subt.
DPF	847.359	83,1%	758.209	72,1%	342.146	36,7%	709.965	53,0%
LTS	14.722	1,4%	127.366	12,1%	444.374	47,7%	538.084	40,2%
Total	862.081	84,5%	885.575	84,2%	786.520	84,4%	1.248.049	93,2%
Inst. Renta Fija	1998	% del Subt.	1999	% del Subt.	2000	% del Subt.	2001	% del Subt.
BTS	33.125	2,0%	17.149	1,0%	205.001	6,1%	996.569	26,5%
DPF	1.149.260	69,0%	1.032.053	60,7%	2.291.875	68,5%	1.551.810	41,2%
LTS	445.243	26,7%	600.124	35,3%	484.719	14,5%	557.148	14,8%
Total	1.627.628	97,8%	1.649.326	97,0%	2.981.595	89,2%	3.105.527	82,5%
Inst. Renta Fija	2002	% del Subt.	2003	% del Subt.	2004	% del Subt.	2005	% del Subt.
BLP	243.860	10,3%	337.728	21,6%	376.442	28,7%	324.508	23,7%
BTS	799.945	33,9%	365.935	23,4%	304.901	23,2%	345.126	25,2%
DPF	872.802	37,0%	511.047	32,7%	300.664	22,9%	414.168	30,3%
LTS	171.793	7,3%	243.875	15,6%	222.666	17,0%	211.933	15,5%
Total	2.088.400	88,5%	1.458.585	93,4%	1.204.673	91,8%	1.295.735	94,7%
Inst. Renta Fija	2006	% del Subt.	2007	% del Subt.	2008	% del Subt.	2009	% del Subt.
BLP	194.467	11,6%	179.229	7,6%	171.772	5,6%	174.200	5,5%
BTS	509.148	30,4%	937.750	39,7%	1.160.304	37,6%	1.225.306	38,5%
DPF	548.990	32,7%	606.837	25,7%	660.074	21,4%	662.075	20,8%
LTS	375.463	22,4%	577.934	24,4%	867.593	28,1%	890.225	27,9%
Total	1.628.068	97,1%	2.301.749	97,4%	2.859.743	92,6%	2.951.806	92,7%
Inst. Renta Var.	1.823	0,2%	20.754	0,4%	25.746	0,6%	42.963	0,8%

Fuente: BBV - Elaboración Propia

En el período 1998 – 2001 los DPF y LTS continuaron representando en promedio el 91.6% del total monto negociado en Bolsa, siendo importante mencionar que en el 2001 los BTS participaron con el 26.5% del monto total por requerimientos de liquidez por parte del TGN.

En el período 2002 – 2005, cuatro instrumentos negociados en Bolsa representaron en promedio el 92.1%, siendo los DPF con una participación de 30.7%, seguido por BTS con 26.4%, BLP con 21.1% y LTS con 13.8%. Es importante hacer notar que en este período las empresas del sector privado no financiero efectuaron la emisión de BLP (Bonos Corporativos de Largo Plazo), tales como TRANSREDES con sus “Bonos

Transredes”, ELFEC con “Bonos Efec” y COBEE con “Bonos Cobee” para el financiamiento de sus actividades.

Finalmente en el período 2006 – 2009 los cuatro instrumentos mencionados anteriormente representaron en promedio el 95.0% del monto negociado en Bolsa, siendo los BTS con mayor participación con 36.6%, luego los LTS con 25.7%, DPF con 25.2% y BLP con 7.6%,

En resumen los resultados del comportamiento de los montos transados en Bolsa, indican que los DPF fueron los instrumentos más negociados, favoreciendo los requerimientos de liquidez del sistema bancario privado nacional y también la transacción de instrumentos como los BTS y LTS financiaron las exigencias de liquidez del TGN.

#### **4.2 VERIFICACIÓN DE LA HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN**

Para el presente trabajo de investigación se aplica la “**verificación**” de la hipótesis, teniendo en cuenta las siguientes consideraciones:

La comprobación de la hipótesis es aquel proceso técnico que se sigue para demostrar o verificar que la hipótesis es verdadera o falsa, a través del desarrollo de una investigación, tanto bibliográfica como de campo. La comprobación consiste en la confrontación de la hipótesis con el material informativo acumulado, tiene la función de verificar si el marco conceptual teórico de la hipótesis es ratificado por la realidad empíricamente, a través de la aplicación de métodos cuantitativos y cualitativos. En otras palabras, es comprobar o corroborar la veracidad o falsedad de la hipótesis, la misma que tiene dos modalidades: la demostración y la verificación.

La demostración es la comprobación tácita de veracidad o falsedad de la hipótesis y se caracteriza como formal y finalista porque no da lugar a discusión y generalmente se aplica a las ciencias formales y exactas; en tanto que la **verificación consiste en la**

**confirmación o rechazo de la hipótesis de manera relativa** y se caracteriza porque sus conclusiones son falibles y generalmente se aplica a las ciencias sociales.

En la verificación de la hipótesis, las mismas se pueden clasificar de dos maneras: Hipótesis Nula (en la cual se afirma que no hay relación entre las variables, contradice o niega la hipótesis de investigación planteada y sirve para refutar la misma en términos cualitativos o cuantitativos) y la hipótesis alternativa la cual representa las posibilidades alternas, ofrece una explicación distinta de la hipótesis de investigación planteada<sup>56</sup>.

Por otra parte, según el libro “Metodología de la Investigación” de Roberto Hernández (Pag. 90 y 91), las hipótesis nulas son, en un sentido, el reverso de las hipótesis de investigación planteadas. Ejemplo: si la hipótesis de investigación establece: “Esta silla es roja”, la hipótesis nula afirmará: “Esta silla no es roja”. Generalmente las hipótesis nulas se simbolizan como  $H_0$ .

Antes de probar la validez o rechazo de la hipótesis, se la recuerda:

“Al existir sobreposición del mercado de dinero sobre el mercado de capitales se genera un efecto restricción en la diversificación de títulos- valores, lo cual beneficia a la Banca privada Nacional, en desmedro de la captación de recursos para el financiamiento de la actividad productiva de nuestro país”.

#### **VARIABLE “1”**

Al existir sobreposición del mercado de dinero sobre el mercado de capitales se genera un efecto restricción en la diversificación de títulos- valores.

#### **VARIABLE “2”**

---

<sup>56</sup> Lexin Arandia Saravia, “Métodos y Técnicas de Investigación y Aprendizaje”. Cuarta edición, 2006, Pag. 108.

Beneficia a la Banca privada Nacional, en desmedro de la captación de recursos para el financiamiento de la actividad productiva de nuestro país.

Para la aplicación de esta prueba se consideran dos tipos de hipótesis:

$H_1$  = Al existir sobreposición del mercado de dinero sobre el mercado de capitales se genera un efecto restricción en la diversificación de títulos- valores, lo cual beneficia a la Banca privada Nacional, en desmedro de la captación de recursos para el financiamiento de la actividad productiva de nuestro país.

$H_0$  = Al existir sobreposición del mercado de dinero sobre el mercado de capitales se genera un efecto restricción en la diversificación de títulos- valores, lo cual **NO** beneficia a la Banca privada Nacional, en desmedro de la captación de recursos para el financiamiento de la actividad productiva de nuestro país.

BIBLIOTECA DE ECONOMÍA



## PRUEBA DE HIPOTESIS (\*)

VARIABLE "1"				VARIABLE "2"			
Sobreposición del mercado de dinero sobre el mercado de capitales, se genera un efecto restricción en la diversificación de títulos valores.	<b>DIMENSIONES</b>	<b>INDICADORES</b>		Beneficia a la Banca Privada Nacional, en desmedro de la captación de recursos para el finaiamiento de la actividad productiva de nuestro país.	<b>H1</b>	<b>Ho</b>	<b>EXPLICACION</b>
	Instrumentos financieros negociados en la Bolsa de Valores de Bolivia (en el período 1990 - 2009	Montos negociados en la Bolsa Boliviana de Valores (en el período 1990-2009) Montos Promedio - Miles de Dólares	%				
	Bonos Bancarios Bursátiles (BBB)	19,189	0.9%	Beneficia a la Banca Privada Nacional,	0.9%		Negociado por los Bancos
	Bonos Convertbles en acciones (BBC)	3,285	0.1%	Beneficia a la Banca Privada Nacional,	0.1%		Negociado por los Bancos
Bonos del Banco Central de Bolivia (BCB)	134,988	6.1%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		6.1%	No beneficia a la actividad productiva	
Bonos a Corto Plazo (BCP)	935	0.0%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		0.0%	Beneficia a la actividad	
Bonos a Largo Plazo (BLP)	157,594	7.1%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		7.1%	Beneficia a la actividad	
Bonos Municipales (BMS)	8,202	0.4%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		0.4%	No beneficia a la actividad	
Bonos del Tesoro General de la Nación (BTS)	439,720	19.8%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		19.8%	Beneficia al Tesoro General Nación	
Certificados de Depósito Bancarios (CDB)	9,854	0.4%	Beneficia a la Banca Privada Nacional,	0.4%		Negociado por los Bancos	
Certificados Devolución de Depósitos (CDD)	17,790	0.8%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		0.8%	Beneficia a los ahorristas	
Certificados de Depósitos del BCB (CDS)	21,551	1.0%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		1.0%	Negociados por el Banco Central	
Certificado de Nota Créd. Negociable (CNC)	1,147	0.1%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		0.1%	Beneficia a particulares	
Cupones de Bonos (CUP)	18,323	0.8%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		0.8%	Beneficia a particulares	
Depósitos a Plazo Fijo (DPF)	828,708	37.4%	Beneficia a la Banca Privada Nacional,	37.4%		Negociado por los Bancos (*)	
Letras del Tesoro General de la Nación (LTS)	423,329	19.1%	Beneficia a la Banca Privada Nacional,	19.1%		Negociado por los Bancos (*)	
Pagarés Bursátiles (PGB)	21,489	1.0%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		1.0%	Beneficia a particulares	
Pagáres de Mesa (PGM)	16,327	0.7%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		0.7%	Beneficia a particulares	
Valores de Titularización (VTD)	58,547	2.6%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		2.6%	Beneficia a particulares	
Acciones (ACC)	18,790	0.8%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		0.8%	Beneficia a particulares	
Cuotas de Participación (CPT)	16,125	0.7%	No Beneficia a la Banca Privada Nacional,		0.7%	Beneficia a particulares	
<b>TOTALES</b>	<b>2,215,893</b>	<b>100%</b>		<b>58%</b>	<b>42%</b>		

De acuerdo a esta prueba, el 58% de los montos promedio negociados en la Bolsa beneficia a los Bancos, por tanto la hipótesis se acepta como válida

(\*) Los Bancos Privados Nacionales efectúan Inversiones Temporarias con las LTS del TGN, las cuales son negociadas en Bolsa

**CAPITULO V**

**CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

BIBLIOTECA DE ECONOMIA

## CAPITULO V

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

---

#### 5.1. CONCLUSIONES

- ❖ El Sistema Financiero en Bolivia está constituido básicamente por el Sistema Bancario y el Mercado de Valores; siendo que la actividad financiera se encuentra concentrada en las operaciones que realiza la Banca Privada Nacional.
- ❖ En Bolivia se cuenta con un Mercado de Valores formal desde 1989, a partir de esa fecha se inició transando Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia (CD's). Han transcurrido a la fecha 20 años desde la creación del mercado bursátil, manteniendo un lento desarrollo que ha dado lugar a un mercado de renta fija, transacciones concentradas en depósitos a plazo fijo (DPF's) a corto plazo y reportos, siendo limitada la participación de emisores y de inversionistas institucionales en el país.
- ❖ El Mercado de Valores actual se constituye en un mercado interbancario, donde los montos transados y el nivel de tasas de rendimiento dependen de la situación de liquidez que atraviesa el sistema Bancario que inscribieron sus DPF's en la Bolsa Boliviana de Valores S.A.
- ❖ La necesidad de que las empresas modernas deben actuar en el mercado de valores desafiando los problemas de financiación que requieren de una visión estratégica y vendrían a ser la solución a problemas de financiamiento para las inversiones productivas nacionales.
- ❖ A Largo Plazo se requiere mejores perspectivas de crecimiento y desarrollo de un mercado de valores considerando que las tasas activas del sector bancario son muy elevadas para la concesión de créditos y las pasivas por debajo del 8%,

entonces se vuelven interesantes los mercados alternativos como es el de valores.

- ❖ Se concluye que el Mercado de Valores se constituye como un mercado alternativo con costos de intermediación financiera menor y mejores rendimientos en relación al riesgo de la inversión, el inversionista participa directamente en las decisiones de su inversión, presenta mayores plazos de financiamiento y mejores condiciones en relación a la banca tradicional, donde predominan las altas tasas activas de interés, excesivas garantías y plazos cortos, frenando el desarrollo de los sectores productivos.
- ❖ El Sistema de operaciones de compra - venta de instrumentos bursátiles que prevalecieron durante los dos primeros años de funcionamiento en la Bolsa fueron sustituidos por las operaciones de reporto; es decir, se producen transacciones concentradas en un instrumento: reportos de corto plazo.
- ❖ El flujo de operaciones de reporto nació como respuesta a las necesidades del Sistema Bancario, para administrar su posición de liquidez y por otra parte fue el mecanismo que utilizaron las agencias de bolsa no bancarias con limitado patrimonio y escaso volumen de recursos captados del público para sostener rentabilidad y rendimientos inmediatos.
- ❖ El mercado bursátil de Bolivia se caracteriza por un limitado número de emisores no gubernamentales de títulos - valores y de emisiones realizadas por parte de los mismos. Se refleja en la Bolsa Boliviana de Valores que de 24 emisores (20 son entidades bancarias).
- ❖ Las entidades bancarias utilizaron el Mercado de Valores para fines de su intermediación financiera, es decir utilizando el financiamiento vía Bolsa de Valores, demostrando así la sobre posición del mercado de dinero sobre el mercado de capitales.
- ❖ En tanto que las actividades industriales, comerciales y otras no han aprovechado el mercado, fenómeno que puede ser posible por diversos factores,

siendo lo más relevante el incumplimiento, por parte de los empresarios, de los requisitos exigidos por la Bolsa Boliviana de valores. Es decir, la poca transparencia y la falta de dominio público de sus balances y estados de resultados con regularidad.

- ❖ Relativa información o desconocimiento total, por parte de los inversionistas acerca de las ventajas ofrecidas en el mercado de valores en Bolivia.
- ❖ Las etapas de desarrollo de la Bolsa, reflejan a su vez el comportamiento de otras tantas etapas de la economía y la utilización de los CD's como instrumentos de política fiscal primero y monetaria posteriormente.

## **5.2. RECOMENDACIONES**

- ❖ Pese a las turbulencias políticas y económicas se requiere desarrollar un mercado de capitales sólido en Bolivia, el cual sea capaz de captar recursos e inyectarlos hacia la inversión productiva.
- ❖ Se sugiere que el Mercado de Capitales, establecidos como un mercado de dinero, el cual por sus procesos metamorfoicos, permita inyectar recursos al mercado de bienes y servicios y a la misma economía que requiere de inversiones permanentes. Debe ser motivo de profundo análisis, porque las transacciones y los instrumentos de largo plazo, no han alcanzado todavía ni han tenido éxitos en las operaciones a corto plazo.

## BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA 2004

*Reglamento de operaciones de mercado abierto,*

Boletines BCB, La Paz

2005 *Memorias*, Editorial BCB, La Paz.

- BOLSA BOLIVIANA DE VALORES

1996 *Informe Seminario Taller*, Editorial BBV, La Paz.

2004 *La Bolsa de Valores un nuevo horizonte financiero*, Edit. Asociación Boliviana de Agentes de Bolsa, La Paz.

2007 *La Bolsa de Valores*, Carta informativa mensual de la BBV, Edit. BBV. La Paz.

- CAMEX

1999 *Financiamiento de la empresa a través de la Bolsa de Valores*, Seminario Taller, La Paz.

- CARVENZA - AVELLANEDA

2002 *Diccionario Bilingüe de Términos Financieros*, Ed. McGrawHill, Santafé de Bogotá.

- CHAZAL PALOMO, José Antonio de

1996 *Mercado de Valores, Banca y Comercio Internacional*, Editorial UPSA, Santa Cruz

- DELGADILLO, María Félix y COMBONI, Javier

1992 *La Política Fiscal en Bolivia y su relación con la Política Económica*,

IV Seminario Regional de Política Fiscal, CEPAL, Santiago de Chile.

- FERNANDEZ, Jesús  
1974 *La Bolsa: Su técnica y organización como en el Mercado de Valores*, Ediciones Deusto, Bilbao, España.
- GACETA OFICIAL DE BOLIVIA
- 1978 *Código de Comercio de Bolivia*, Decreto Ley N° 14379, Vigente desde el 1 de enero de 1978, La Paz  
1993 *Ley 1488. Ley de Bancos y Entidades Financieras*, Gaceta N° 3099, La Paz.  
1998 Ley 1834: Ley del Mercado de Valores del 31 de marzo de 1998 Gaceta N° 2056, La Paz.
- HERNÁNDEZ, Roberto.  
1996 *Metodología de la Investigación*, Ed. Mc. Graw Hill, Santafé de Bogotá.
- HUARACHI REVOLLO, Gualberto
- 1991 *Introducción a la Economía Monetaria*, UMSA, Facultad de Ciencias Económicas y Financieras, Carrera de Economía, La Paz.
- MENDEZ ALVAREZ, Carlos  
1988 *Metodología, Guía para elaborar diseños de investigación en ciencias económicas contables y administrativas*, Editorial McGraw-Hill, Santafé de Bogotá.
- MONTERO NÚÑEZ del P., Marcelo  
1995 *Seis Años de Mercado de Valores*, s.e., La Paz.

- MONTERO NUÑEZ del P., Marcelo  
2002 *Tasas de Interés en la Banca*, Serie: Análisis y Propuestas, ASOBAN La Paz.
- NAGHI NAMA KFOROOSH, Mohammad  
1987 *Metodología de la investigación*, 2da. Edición, Editorial LIMUSA, México.
- ROSENBER, Jerry  
201 *Diccionario de Administración y Finanzas*, Ed. Océano, Barcelona.
- SACH-LARRAIN  
1996 *Macroeconomía en la Economía Global*. Ed. Prentice Hispanoamericana, México D. F.
- SHARPE, William  
1990 *Et. Investments*, Editorial Prentice Hall Hispanoamericana, México.
- SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y ENTIDADES FINANCIERAS  
1998 *Boletín Informativo* N° 113, año 10, Ed. SBEF, La Paz.
- SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES, VALORES Y SEGUROS  
2002 *Todo lo que usted debe saber acerca del Mercado de Valores*, Folleto de la Intendencia de Valores,  
La Paz.



# ANEXOS

BIBLIOTECA DE ECONOMIA