

**UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRÉS  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
FINANCIERAS  
CARRERA DE ECONOMÍA**



**TESIS DE GRADO**

**MENCIÓN: ECONOMÍA FINANCIERA**

**“EL ÍNDICE BURSÁTIL DE LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES PERIODO  
2006 – 2017”**

POSTULANTE: JORGE LUIS GUTIÉRREZ CHOQUE  
TUTOR: Mg. Sc. BORIS QUEVEDO CALDERON  
RELATOR: Lic. CLAUDIA SORUCO CARBALLO

LA PAZ – BOLIVIA

2019

*Por qué jehová da la sabiduría, y de su boca  
Viene el conocimiento y la inteligencia.  
El provee de sana sabiduría a los rectos;  
Es escudo a los que caminan rectamente.  
Es el que guarda las veredas del juicio, y preserva el  
Camino de sus santos, entonces  
Entenderás justicia y juicio y equidad y todo buen camino*

*Proverbios Cap. 2; Ver; 6-9*

## AGRADECIMIENTOS

*Quiero agradecer a toda mi familia, en especial a mi mamá y hermanos que me apoyaron y confiaron, enseñándome sus valores más preciosos, compartiendo tristezas y alegrías para Beatriz, Beimar, Limberth mi eterno agradecimiento “los quiero mucho”.*

*A la valiosa colaboración de mi excelentísimo profesor y tutor Lic. Boris L. Quevedo Calderón, a la Lic. Claudia Soruco Carballo tutores que con su experiencia y conocimiento fueron decisivos para la culminación del presente trabajo.*

*Al Lic. Ariel Rojas Kook, Lic. Deymar Martínez, Lic. Grisha Fushimoto Arias, Lic. Jorge Gamarra, Lic. Daria Gutierrez mi gratitud por estos grandes profesionales y amigos.*

*Al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, mi eterna gratitud por ser centro de oportunidades para la práctica de la ciencia económica.*

*A mí querida Universidad Mayor de San Andrés y profesores que me dieron acogida y me formaron profesionalmente.*

## Resumen ejecutivo

## Contenido

### CAPITULO I

#### FUNDAMENTOS GENERALES

1.1.	INTRODUCCION .....	10
1.2.	JUSTIFICACIÓN .....	14
1.3.	PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	14
1.3.1.	Antecedentes del Problema de Investigación .....	14
1.3.2.	FORMULACIÓN DEL PROBLEMA.....	16
1.4.	DELIMITACIÓN ESPACIAL Y TEMPORAL .....	16
1.5.	HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN .....	17
1.6.	OBJETIVOS.....	17
1.6.1.	Objetivo general.....	17
1.6.2.	Objetivos específicos.....	17

### CAPITULO II

#### MARCO TEORICO Y CONCEPTUAL

2.1.	MARCO TEORICO FUNDAMENTOS .....	19
2.1.1.	TEORIAS DE ESPECTATIVAS.....	19
2.1.1.1.	Etapas de la Teoría Financiera .....	20
a.	La Teoría Tradicional.....	20
b.	La Teoría Moderna de Finanzas .....	21
c.	Nuevos Enfoques Financieros.....	22
2.1.2.	ENFOQUES ECONÓMICOS DE INVERSIÓN .....	23
I.	En la Teoría Neoclásica de la Inversión,.....	24
II.	La Teoría Postkeynesiana.....	25
2.1.3.	EXPECTATIVAS FINANCIERAS.....	27

a.	En la Teoría Tradicional .....	28
b.	La Teoría Moderna .....	28
c.	Los Nuevos Enfoques Financieros .....	29
2.2.	<b>MARCO CONCEPTUAL</b> .....	29
2.2.1.	<b>MERCADO FINANCIERO</b> .....	29
2.2.1.1.	Instrumentos financieros .....	30
2.2.1.2.	Mercado de Intermediación Indirecta .....	30
2.2.1.3.	Mercado de Intermediación Directa .....	30
2.2.2.	<b>DIVISIÓN DEL MERCADO FINANCIERO</b> .....	31
2.2.2.1.	Mercado de dinero .....	31
2.2.2.2.	Mercado de Capitales .....	31
2.2.2.3.	Mercado de futuros y derivados .....	31
2.2.3.	<b>CLASIFICACIÓN DEL MERCADO DE VALORES</b> .....	32
2.2.3.1.	Por el tipo de colocación .....	32
2.2.3.1.1.	Mercado primario .....	32
2.2.3.1.2.	Mercado secundario .....	33
2.2.3.2.	Por el mecanismo de negociación .....	33
2.2.3.2.1.	Mercado bursátil .....	33
2.2.3.2.2.	Mercado extrabursátil .....	33
2.2.4.	<b>PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES</b> .....	33
I.	Inversionista .....	33
II.	Intermediarios .....	34
III.	Bolsa de valores .....	34
IV.	Entidad de Deposito de Valores .....	34
V.	Calificadora de riesgo .....	34
VI.	Emisor .....	35
VII.	Regulador .....	35
2.2.5.	<b>LA BOLSA DE VALORES</b> .....	35
2.2.5.1.	<b>LOS INSTRUMENTOS DE EMISIÓN EN EL MERCADO DE VALORES Y LOS TIPOS DE EMISORES</b> .....	36

a.	Instrumentos de renta variable.....	36
b.	De renta fija o determinable.....	36
c.	Instrumentos mixtos.....	37
2.2.6.	CLASIFICACIÓN DE LOS VALORES.....	37
a.	Valores de participación.....	37
b.	Valores de contenido crediticio.....	38
c.	Valores representativos de mercaderías.....	38
2.2.7.	NÚMEROS ÍNDICES.....	38
2.2.7.1.	ÍNDICE BURSÁTIL.....	39
2.2.7.2.	CARACTERÍSTICAS INDISPENSABLES DE UN ÍNDICE.....	40
2.2.7.3.	ASPECTOS GENERALES DE LA ELABORACIÓN DE UN ÍNDICE BURSÁTIL.....	40
2.2.7.4.	PRINCIPALES ÍNDICES MUNDIALES.....	41
2.2.7.4.1.	Índices bursátiles estadounidenses.....	41
2.2.7.4.2.	Índices bursátiles europeos.....	41
2.2.7.4.3.	Índices bursátiles asiáticos.....	42
2.2.7.4.4.	Índices bursátiles sudamericanos.....	42
2.2.7.4.5.	Índices bursátiles globales.....	43
2.2.8.	ASPECTOS GENERALES DE UN ÍNDICE DE RENTA FIJA.....	43
2.2.8.1.	Consideraciones metodológicas de un índice de renta fija.....	44
i.	Definición del universo de títulos.....	45
ii.	Método para la inclusión y exclusión de títulos.....	45
iii.	Método de cálculo del retorno.....	46

### CAPITULO III

#### MARCO REGULATORIO

3.1.	BANCO CENTRAL DE BOLIVIA.....	50
3.1.1.	Atribuciones Del Banco Central De Bolivia.....	51
3.2.	MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS.....	52
3.2.1.	Atribuciones Del Ministerio De Economía Y Finanzas Públicas.....	52

<b>3.3.</b>	<b>REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN POR PARTE DEL ESTADO-ASFI</b> .....	54
3.3.1.	Funciones De La Asfi .....	55
<b>3.4.</b>	<b>MARCO REGULATORIO</b> .....	56
3.4.1.	LEY DE SERVICIOS FINANCIEROS .....	56
3.5.	BOLSA BOLIVIANA DE VALORES .....	57
3.5.1.	FUNCIONES DE LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES .....	58
3.5.2.	Los intermediarios .....	58
3.5.3.	TASA DE REGULACIÓN POR CONCEPTO DE EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE VALORES .....	59
3.5.4.	TASA DE INTERES PARA DEPOSITOS A PLAZO FIJO. ....	60

## CAPITULO IV

### MARCO SITUACIONAL

<b>4.1.</b>	<b>HECHOS RELEVANTES</b> .....	61
<b>4.1.</b>	<b>MONTOS OPERADOS EN LA BOLSA</b> .....	61
4.2.1.	Montos Operados Por Instrumentos .....	64
<b>4.3.</b>	<b>Agencias de Bolsa</b> .....	68
<b>4.4.</b>	<b>Volumen de Valores Negociados y Número de Operaciones</b> .....	70
4.4.1.	Cantidad de Valores Negociados .....	70
4.4.2.	Número de Operaciones Registradas .....	72
4.4.3.	Mercado Primario .....	73
4.4.4.	Mercado Secundario .....	78
4.4.5.	Financiamiento a PYMES .....	80
4.4.5.1.	Pagares en Mesa de Negociación .....	80
4.4.6.	MERCADO ELECTRONICO .....	82
<b>4.5.</b>	<b>INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES</b> .....	84
4.5.1.	ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFPs) .....	85
4.5.1.1.	Fondo de Capitalización Individual (FCI) .....	85
4.5.2.	SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN .....	87
4.5.3.	COMPAÑÍA DE SEGUROS .....	87

4.5.4. CARTERA TOTAL DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES ..... 87

## CAPITULO V

### MARCO PRÁCTICO

5.1. PLANTEAMIENTO ..... 89

5.5. TASA PROMEDIO PONDERADA ..... 89

    5.5.1. Reporto (títulos de deuda) ..... 89

    5.5.2. Características del Reporto ..... 89

5.6. CALCULO DE LA TASA PROMEDIO PONDERA (TPP) POR PLAZOS ..... 90

    5.6.1. Tasa Promedio Ponderada de Reporto ..... 94

        5.6.1.1. En Moneda Nacional y Extranjera ..... 94

    5.6.2. Tasa Promedio Ponderada de Compraventa ..... 95

        5.6.2.1. En Moneda Nacional y Extranjera ..... 95

5.7. Análisis de Resultados ..... 97

## CAPITULO VI

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES ..... 99

RECOMENDACIONES ..... 100

BIBLIOGRAFIA ..... 101

ANEXOS ..... 103



## INDICE DE GRAFICOS

GRAFICO 1 Evolución Anual De Los Valores De Renta Fija y Renta Variable .....	11
GRAFICO 2 Tasa de Crecimiento de los Depósitos a Plazo Fijo .....	13
GRAFICO 3 Bonos Bancarios Bursátiles .....	62
GRAFICO 4 Evolución Anual De Los Valores De Renta Fija Periodo .....	64
GRAFICO 5 EVOLUCION ANUAL DE LOS VALORES DE RENTA VARIABLE PERIODO .....	65
GRAFICO 6 Evolución Anual De Los Valores De Renta Fija Y Renta Variable .....	66
GRAFICO 7 Evolución Mensual Del Monto Operado Por Instrumento .....	67
GRAFICO 8 Evolución Mensual De La Cantidad De Valores Negociados En Bolsa Por Tipo De Operación .....	71
GRAFICO 9 .....	71
GRAFICO 10 Evolución Mensual Del Número De Operaciones Registradas En Bolsa Por Tipo De Operación .....	72
GRAFICO 11 .....	72
GRAFICO 12 Evolución Del Monto Financiado En Mercado Primario En Ruedo .....	73
GRAFICO 13 Colocación de Valores en Mercado Primario en Ruedo durante el año por Emisor e instrumento .....	74
GRAFICO 14 Colocación De Valores En Mercado Primario Por Emisor e Instrumento.....	77
GRAFICO 15 Evolución Del Monto Financiado En Mercado Primario En Ruedo .....	78
GRAFICO 16 Operaciones En Mercado Secundario Periodo .....	79
GRAFICO 17 Montos Operados en Mesa de Negociación .....	80
GRAFICO 18 Composición De Las Negociaciones En El Mercado Electrónico Smart-BBV Por Instrumento.....	84
GRAFICO 19 Cartera Total Del FCI .....	85
GRAFICO 20 Tasas Máximas Y Mínimas Para Operaciones De Reporto En Dólares.....	94
GRAFICO 21 Tasas Máximas y Mínimas Para Operaciones De Reporto En Bolivianos.....	95
GRAFICO 22 Tasas Máximas y Mínimas En Compraventa En Bolivianos Para Plazos Menores e Iguales A 360 Días .....	95
GRAFICO 23 Tasas Máximas Y Mínimas En Compraventa En Bolivianos Para Plazos Menores E Iguales A 360 Días .....	96

## INDICE DE CUADROS

CUADRO 2.....	12
CUADRO 3.....	68
CUADRO 4 Negociaciones De Pagarés En Mesa De Negociación Durante El Año.....	81
CUADRO 5.....	88
CUADRO 6 Detalle de Operaciones de Compraventa Con Instrumentos de Renta Fija.....	91
CUADRO 7 Detalle de Operaciones de Reporto Con Instrumentos de Renta Fija .....	92
CUADRO 8 Tasas Promedio Ponderadas .....	93

## RESUMEN EJECUTIVO

La Bolsa de Valores es un mercado de capitales que convida a empresas e inversionistas. En donde los proyectos empresariales buscan capitales y quienes invierten buscan rentabilidad o beneficios por capitalizar dichas propuestas.

Sin embargo, para que esto se lleve a cabo quienes invierten buscan tener informaciones puntuales que le provean de elementos de juicio necesario tomar las decisiones que entiendan le favorece a sus objetivos financieros.

Existen varios tipos de índices dentro del mercado que se van creando partiendo de los diferentes tipos de industrias que lo componen, o bien dentro de un tipo de mercado determinado. No existe una regla como tal para su elaboración, sino que estos son creados sobre la base de diferentes factores que inciden dentro del segmento al cual se quiera dirigir, y las diferentes empresas que los generan dan forma en función de lo que entienden es relevante para tomar decisiones de inversión.

Para el caso boliviano que durante la última década la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (BBV) fue mostrando importantes cifras de crecimiento, alcanzando una mejor posición en la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB). En el mercado los Fondos de Inversión Abiertos (FIA's) utilizan como indicador de desempeño (*Benchmark*) una combinación entre tasas efectivas del sistema financiero y algún índice bursátil para bonos en el extranjero, por lo que se busca un índice de renta fija que se adecue al mercado de valores Boliviano y muestre confiabilidad y estabilidad, que sería un mejor indicador de desempeño o *Benchmark* para los FIA's de los actualmente utilizados.

El presente documento tratara de explicar un índice aproximado con el cual pueda obtenerse información bursátil a la hora de la toma de decisiones y hacer un aporte más a La Bolsa Bolivia de Valores el cual aún no cuenta con un índice bursátil.

## CAPITULO I

### FUNDAMENTOS GENERALES

#### 1.1. INTRODUCCION

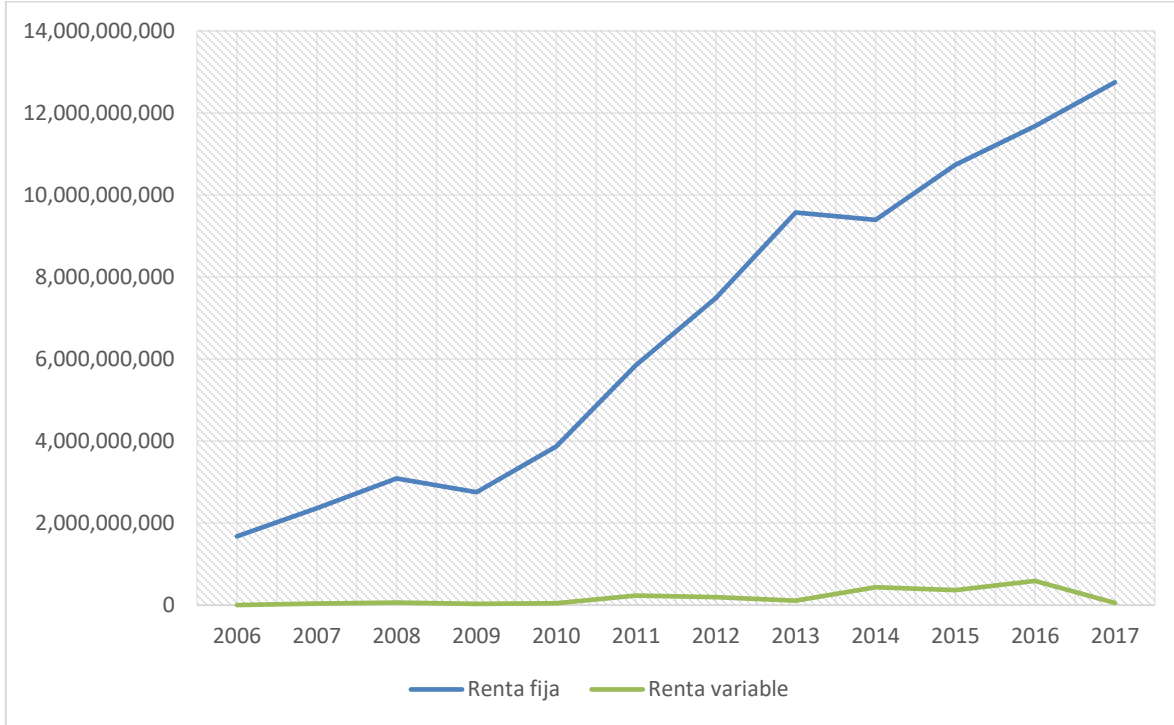
El mercado financiero boliviano se encuentra en estancamiento debido a diversos factores económicos y financieros, el movimiento bursátil en Bolivia data su desarrollo desde 1989, año de creación de la Bolsa Boliviana de Valores, momento en el cual el país se incorpora en un mundo financiero prácticamente desconocido por los bolivianos.

Las operaciones de renta variable en el mercado financiero boliviano a causa su proceso ralentizado de desarrollo denotan una escasa inversión. Bolivia es un país propenso a la inversión en valores de renta fija, eso es lo que demuestra la Bolsa Boliviana de Valores en sus reportes y actividades diarias.

Desde el 2006 hasta 2017 se muestra una clara tendencia al uso de instrumentos de corto plazo (Grafico 1) con un aproximado de 98% de participación que en el último periodo de investigación llego a 99.6% por lo que la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) tiene un alto grado de concentración de instrumentos de renta fija.

Si bien acceder a un financiamiento mediante bolsa conlleva una ventaja debido a que el servicio se diseña en función a los requerimientos de la sociedad, en cuanto a plazos o montos, las empresas bolivianas en su gran mayoría deciden optar por el financiamiento bancario, esto como consecuencia de que las empresas no desean brindar información al público.

**GRAFICO 1 Evolución Anual De Los Valores De Renta Fija y Renta Variable 2006 - 2017 (Equivalentes En Dólares Estadounidenses)**



Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

De acuerdo a los informes estadísticos de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), La Bolsa Boliviana de Valores en los últimos años ha ido manteniéndose en el séptimo puesto de montos operados dentro de la 14 Bolsas miembros de la federación (Cuadro 1), siendo así que en la gestión 2017 la Bolsa Boliviana de Valores ocupa el octavo puesto en montos operado. Debido al incremento de las negociaciones registradas esta gestión por la Bolsa de Valores de Caracas, que el año 2016 ocupaba el último lugar, en 2017, la Bolsa Boliviana de Valores se desplaza del puesto siete al ocho.

CUADRO 1 MONTOS NEGOCIADOS POR BOLSAS IBEROAMERICANAS

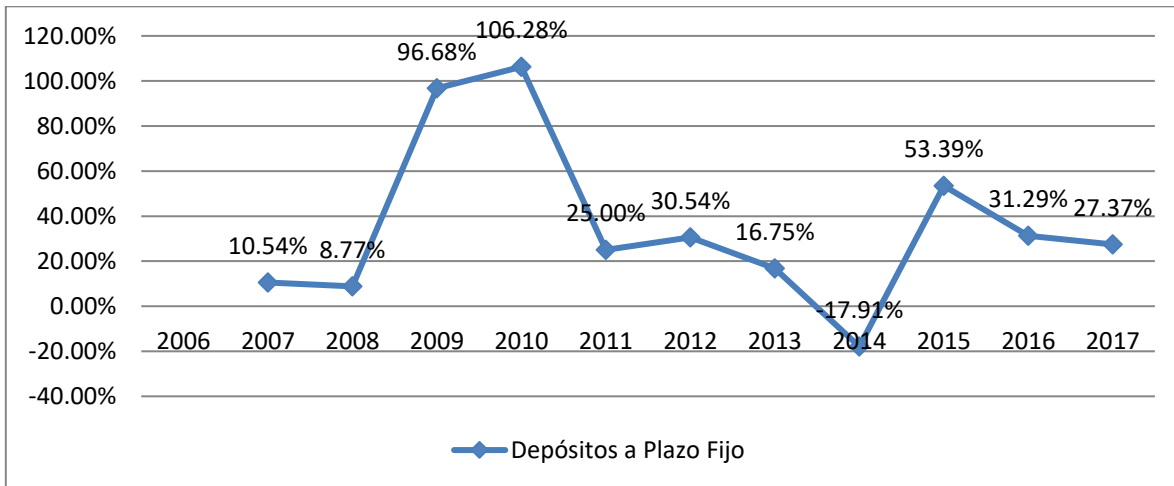
N°	BOLSA	TOTAL 2013	N	BOLSA	TOTAL 2015	N	BOLSA	TOTAL 2017
1	M&FBOVESPA	3.018.225,00	1	M&FBOVESPA	6.223.430,00	1	B3(*)	7.141.356
2	Santiago	1.070.788,60	2	Santiago	854.810,00	2	Bolsa de Comercio de Santiago	896.076
3	Colombia	864.625,40	3	Colombia	632.384,00	3	Bolsa de Valores de Colombia	509.218
4	Mexico	230.239,70	4	Mexico	177.716,00	4	Bolsa de Comercio de Buenos Aires	151.906
5	Buenos Aires	65.733,80	5	Buenos Aires	78.634,00	5	Bolsa Mexicana de Valores	150.231
6	Costa Rica	39.193,00	6	Costa Rica	36.670,00	6	Bolsa de Valores de Caracas	75.237
7	Boliviana	9.683,90	7	Boliviana	11.105,00	7	Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica	28.526
8	Lima	5.785,60	8	Panamá	5.251,00	8	Bolsa Boliviana de Valores	12.800
9	Panamá	4.794,80	9	República Dominicana	4.295,00	9	Bolsa de Valores de Lima	8.986
10	El Salvador	3.570,10	10	El Salvador	3.553,00	10	Bolsa de Valores de la República Dominicana	8.180
11	República Dominicana	3.013,80	11	Lima	3.481,00	11	Bolsa de Valores de Panamá	5.254
12	Guayaquil	2.507,20	12	Guayaquil	3.373,00	12	Bolsa de Valores de Guayaquil	3.823
13	Quito	1.208,20	13	Quito	1.635,00	13	Bolsa de Valores de Quito	2.765
14	Caracas	176,4	14	Caracas	1.394,00	14	Bolsa de Valores de El Salvador	2.604

Fuente: Elaboración propia en base a información de la FIAB

El volumen de operaciones negociado en la BBV alcanzó Bs. 87.812 millones desde 2006 a 2017.. Los DPF fueron el principal instrumento negociado con una participación del 84% y un crecimiento de 27% en la gestión 2017 (Gráfico 2). Asimismo, a diferencia de gestiones anteriores las operaciones de reporto

fueron superiores a las de compra-venta en los últimos 3 años (2015, 2016 y 2017) como reflejo del dinamismo observado entre los años de estudio. De esta manera, el mercado de valores fue una fuente alternativa de liquidez importante para las entidades financieras<sup>1</sup>. La cantidad de nuevas emisiones en el mercado de valores han ido aumentando paulatinamente en los últimos 10 años, pero en el último año correspondiente al 2017 tuvo una caída de 58% por debajo de 2016 con una suma de Bs. 3.196 millones.

**GRAFICO 2 Tasa de Crecimiento de los Depósitos a Plazo Fijo**



Fuente: Elaboración Propia con datos de la ASFI y la Bolsa Boliviana de Valores

Este comportamiento respondió a las mejores condiciones financieras ofrecidas por el sistema de intermediación. Las menores emisiones se explican por la reducción en las cuotas de participación de los fondos de inversión en respuesta a las modificaciones establecidas en el Reglamento para Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y de los Fondos de Inversión, que establecen un incremento patrimonial como requisito de inscripción para nuevas

<sup>1</sup> Memoria, Bolsa Boliviana de Valores S.A. 2017

emisiones. Como resultado las tasas de interés registraron niveles superiores a los de 2016, particularmente de valores de titularización.<sup>2</sup>

## **1.2. JUSTIFICACIÓN**

El presente trabajo estudia la poca información sobre tendencia de mercado de las empresas que cotizan en bolsa dentro de Bolivia, debido a que es relevante tanto para inversionistas como para el sector empresarial el reconocimiento del comportamiento de mercado dentro de un país.

De esta forma es preciso aplicar la teoría de los índices numéricos o indicadores a la conformación de un modelo de cálculo para el mercado financiero boliviano.

Es necesario adaptar el estudio a la realidad económica de un continente donde a partir de esto es ineludible tomar en cuenta índices que operan en países limítrofes a Bolivia, es así que el presente trabajo contribuye a la investigación financiera, al mercado financiero boliviano, a las empresas que desean implementar en un futuro sus negociaciones en el mercado de valores y sobre todo incrementa la cultura financiera de nuestro país y coadyuva al posterior desarrollo de mejora del mercado financiero.

## **1.3. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN**

En esta parte se revisa los principales aspectos y características de la Bolsa Boliviana de Valores.

### **1.3.1. Antecedentes del Problema de Investigación**

La poca información sobre la tendencia de mercado a causa de la inexistencia de un índice bursátil en Bolivia merma el crecimiento de su mercado financiero actual; los inversionistas no tienen la herramienta necesaria para poder determinar el

---

<sup>2</sup> Boletín Mensual, Bolsa Boliviana de Valores, Marzo 2017

comportamiento del mercado o realizar una gestión de riesgos adecuada mediante datos históricos sobre la situación de las empresas en un determinado momento.

La situación empresarial en Bolivia refleja la poca información que se obtiene de las empresas y describe una cultura financiera en proceso de insuficiente desarrollo, ante el escaso conocimiento sobre las herramientas de financiamiento existentes; por este motivo es que las empresas bolivianas, a excepción de un sector del mercado que hace uso de la bolsa de valores, tiene la ideología de que no es necesario implicar a la empresa dentro de un mercado donde tiene que exponer sus actividades.

La Bolsa Boliviana de Valores no opera mediante un *índice bursátil*, y es así que entre sus operaciones, se encuentra a los títulos valores de renta fija como dominantes del mercado financiero nacional, específicamente los Bonos, Depósitos a plazo Fijo, emitidos por empresas y Entidades de Intermediación financiera que operan en bolsa.<sup>3</sup>

La Bolsa Boliviana de Valores no implementa a cabalidad los sistemas informáticos correspondientes, a comparación de los mercados financieros y las bolsas que operan en otros países, no solamente de Europa y los Estados Unidos, sino también de países sudamericanos.

Las operaciones de renta variable en el mercado financiero boliviano a causa su proceso ralentizado de desarrollo denotan una escasa inversión. Bolivia es un país propenso a la inversión en valores de renta fija, eso es lo que demuestra la Bolsa Boliviana de Valores en sus reportes y actividades diarias.

---

<sup>3</sup> Céspedes López, Jairo Beymar. Proposal of the stock market index calculation for the bolivian financial market, pp 5



Si bien acceder a un financiamiento mediante bolsa conlleva una ventaja debido a que el servicio se diseña en función a los requerimientos de la sociedad, en cuanto a plazos o montos, las empresas bolivianas en su gran mayoría deciden optar por el financiamiento bancario, esto como consecuencia de que las empresas no desean brindar información al público.

### **1.3.2. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA**

Teniendo en consideración los argumentos expuestos en la sección anterior, la pregunta que se formula en el presente trabajo de investigación es la siguiente:

- *¿Cómo se podría determinar un indicador estadístico que permita conocer el comportamiento de las operaciones en ruedo de la Bolsa Boliviana de valores?*

### **1.4. DELIMITACIÓN ESPACIAL Y TEMPORAL**

Por las características de la investigación, esta se limitara al estudio del funcionamiento de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), fundamentalmente en uso de instrumentos bursátiles de mediano y corto plazo.

La línea de tiempo corresponde a once años, que va desde el 2006 hasta el 2017, donde se verá la evolución que ha tenido el uso de instrumentos de corto plazo dentro de la Bolsa Boliviana de Valores.

## 1.5. HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

De acuerdo con la investigación, la hipótesis se puede formular de la siguiente manera:

***“La tasa promedio ponderada es un indicador estadístico que da referencia del comportamiento de las operaciones en ruedo de la Bolsa Boliviana de valores”***

## 1.6. OBJETIVOS

Se presentan los objetivos generales y específicos del trabajo de investigación.

### 1.6.1. Objetivo general

Proponer un método de cálculo de “*Indicador*” acorde a la realidad financiera de Bolivia que permita conocer el comportamiento de las operaciones en ruedo de la Bolsa Boliviana de Valores.

### 1.6.2. Objetivos específicos

- ✓ Mostrar la significación de un índice bursátil en las operaciones de los mercados financieros y las variables que lo conforman.
- ✓ Identificar las variables que conforman el cálculo y recálculo de los índices bursátiles.
- ✓ Identificar las condiciones operativas de la Bolsa Boliviana de Valores para la adecuación de un modelo de cálculo de índice bursátil.

- ✓ Identificar las variables para la implementación de la Tasa Promedio Ponderada para la Bolsa Boliviana de Valores.
  
- ✓ Mostrar la evolución de las operaciones de los títulos valores de la Bolsa Boliviana De Valores.

## CAPITULO II

### MARCO TEÓRICO Y CONCEPTUAL

#### 2.1. MARCO TEORICO FUNDAMENTOS

##### 2.1.1. TEORIAS DE EXPECTATIVAS

J.M. Keynes (1943, pág. 162) pensaba que el gasto en inversión dependía de las expectativas exógenas de los empresarios sobre los beneficios futuros, que derivaba en un comportamiento de sesgo optimista hacia la decisión de invertir, que él denominaba “espíritu animal”. Para Keynes el gasto en inversión no estaba relacionado con la renta ni con el empleo, fuera a corto o largo plazo, sino que la decisión de inversión reflejaba las fluctuaciones o cambios en la confianza económica, sin basarse en fundamentos de la economía real ni en cálculos matemáticos precisos. Esta idea se sigue defendiendo sus seguidores, en especial la escuela Postkeynesiana.<sup>4</sup>

Aunque para el Keynesianismo la inversión tiene aspectos macroeconómicos, la mayoría de los economistas acepta que la misma se decide por conducta microeconómica<sup>5</sup>. Esta conducta está condicionada por la incertidumbre existente, la aversión al riesgo del decisor y la información relevante conocida. De la diferente consideración de estos tres condicionantes se contraponen dos escuelas económicas antagónicas en su concepción de la decisión de inversión, que en opinión del autor reflejan los dos enfoques principales del papel de las expectativas en el comportamiento inversor: la Teoría Neoclásica de la Inversión y la Teoría Postkeynesiana.

---

<sup>4</sup> Para un estudio más amplio de las ideas de J.M. Keynes y de la escuela Postkeynesiana sobre la decisión de inversión, vid. Davidson, P. 2002.

<sup>5</sup> Vid. Gordon, M.J. 1994, pág. 10.

La Teoría Neoclásica de la Inversión trata la incertidumbre de forma informacional y distribucional (probabilidad), donde las oportunidades de inversión son independientes de su historia (futuro predecible) y la aversión al riesgo se asemeja, mediante el supuesto de un comportamiento racional del inversor, a la maximización de una función de utilidad o de beneficios esperados con el mínimo riesgo. Por el contrario, la Teoría Postkeynesiana supone la incertidumbre sobre un futuro desconocible, donde tienen cabida la novedad y la sorpresa. Por tanto, las expectativas no dependen únicamente de la información relevante, sino también del momento en que se producen<sup>6</sup>, la percepción psicológica y sociológica del entorno<sup>7</sup>, del horizonte temporal<sup>8</sup>..., y reflejando el objetivo de supervivencia a largo plazo. Las oportunidades de inversión dependen de la evolución histórica del entorno financiero y no se parte de la desaparición inmediata de comportamientos ineficientes desde el punto de vista de la racionalidad económica.

Estos dos enfoques teóricos están latentes en los modelos del comportamiento inversor y el papel de las expectativas en los mismos, reflejando, por un lado, el diferente objetivo futuro: maximización utilidad esperada o maximización supervivencia esperada en el largo plazo, y, por otro lado, el distinto papel de las expectativas o la incertidumbre futura: informacional sobre el resultado o perceptual de la magnitud de las pérdidas y ganancias.

### **2.1.1.1. Etapas de la Teoría Financiera**

#### **a. La Teoría Tradicional**

Se aproxima a un reflejo del estado o previsión contable de la operación financiera a través de diversos indicadores y ratios, como reflejan las teorías de I. Fisher, J.

---

<sup>6</sup> G.L.S. Shackle 1949 y 1990 vincula las decisiones económicas al momento pasajero en que se producen. Un momento con un potencial creador y de sorpresa

<sup>7</sup> Posición defendida por los nuevos enfoques de *Behavioural Finance*, o Finanzas dependiente del comportamiento

<sup>8</sup> S.A. Ozga 1967 recoge los aspectos temporales de los que dependen las expectativas y su formación, pp. 28 – 33.

Hicks, J.M. Keynes, N. Kaldor y B. Graham. Esta aproximación positivista a la realidad financiera seguramente fuera consecuencia de la información disponible en los inicios de la Economía Financiera, mostrando una coherencia con el nivel de información del estado de una empresa, que era fundamentalmente contable.

La Teoría Tradicional es más bien una recopilación de reglas de actuación utilizadas por los inversores y gestores, reglas que se han ido complicando con el desarrollo de los Mercados Financieros y que abarcan desde criterios no financieros como el Plazo de Retorno, criterios financieros como el Valor Actual Neto y la Tasa Interna de Rendimiento, indicadores de rentabilidad y situación como el índice de Sharpe, el R.O.I., el P.E.R., etc., y otras descripciones matemáticas de las operaciones financieras de inversión<sup>9</sup>. Estas reglas marcan la eficiencia de la decisión financiera en cuanto que cuantifican las ganancias de cada alternativa y muestran una comparativa o un orden de selección.

### **b. La Teoría Moderna de Finanzas**

Surge a mediados del siglo XX a partir de los trabajos, entre otros, de H.M. Markowitz, E. Fama, W. Sharpe, S.A. Ross, F. Black, M. Scholes, R. Merton, F. Modigliani, R. Lucas y P. Samuelson. Se fundamenta en la Teoría Neoclásica, asumiendo el equilibrio<sup>10</sup> del mercado y el comportamiento racional<sup>11</sup> de los agentes económicos. Estos supuestos garantizan la eficiencia del mercado al no sobrevivir

---

<sup>9</sup> Vid. Suárez Suárez, A. 1994, Rodríguez Rodríguez, A. 1997, Borrego Rodríguez, A.; C. Rapallo Serrano 2000.

<sup>10</sup> Este equilibrio se suele definir de dos posibles formas: (i) a partir de la condición de no posibilidad de arbitraje que implica que en promedio ajustado por riesgo todas las inversiones ofrecen el mismo rendimiento, (ii) o de una condición de equilibrio de mercado que defina el conjunto de posibilidades eficientes, partiendo por ejemplo de una relación entre rentabilidad y riesgo o de una ponderación de mercado para una diversificación eficiente. En ambos casos, el equilibrio es similar al matemático de optimización de igualdad de ingresos (rentabilidad) y costes (precio financiación) marginales.

<sup>11</sup> La racionalidad supone (i) la maximización del bienestar, (ii) preferir siempre mayor rendimiento en un contexto egoísta, sin consideraciones sociales, éticas, etc., y (iii) la preferencia por el menor riesgo. Ello implica una conversión lógica (matemática) del proceso y del método de elección.

ninguna estrategia que no optimice las ganancias e imponer la ley de un solo precio (el teórico o de equilibrio) que “regula” cada transacción.

La Teoría Moderna abarca un gran número de modelos econométricos que parten de las hipótesis de equilibrio y de eficiencia del mercado, racionalizando la conducta y la decisión del inversor, como el CAPM, la valoración por martingalas, la aplicación del cálculo estocástico y de ecuaciones diferenciales, etc.

### **c. Nuevos Enfoques Financieros**

Aparecen a partir de los años 80, principalmente como alternativa a la Teoría Moderna y sus insuficiencias a la hora de explicar el comportamiento de los agentes económicos y de la inversión en las crisis financieras del último cuarto del siglo XX. Estos Nuevos Enfoques se aglutinan en torno a dos direcciones: la primera de flexibilización de los supuestos de la Teoría Moderna como son las propuestas de racionalidad limitada, la consideración de información asimétrica y la posibilidad de ineficiencias puntuales por falta de información o arbitraje costoso. Esta flexibilización debilita el supuesto de mercados completos, complicando la valoración financiera porque ya no es perfecta la réplica de mercado de la situación financiera analizada. La segunda de crítica a la Teoría Neoclásica de la Inversión supone la defensa de otras alternativas a esta teoría (no una modificación o ajuste de la misma) como son la Postkeynesiana (cambio de maximización de beneficios o valor de la empresa por maximización supervivencia a largo plazo o intereses de los gestores), las Finanzas basadas en el comportamiento<sup>12</sup> *behavioral* (cambio de la hipótesis de racionalidad por la posibilidad de comportamientos ilógicos o irracionales duraderos y con efectos en el mercado, que pasan a ser “ineficientes”), o la perspectiva sistémica de las relaciones financieras en su conjunto (cambio del

---

<sup>12</sup> *Behavioral Finance*. Barberis, N.; R. Thaler 2002 realizan un amplio estudio de esta alternativa.

supuesto implícito de homogeneidad de preferencias por el de heterogeneidad, que supone la inestabilidad y el alejamiento del equilibrio).

### **2.1.2. ENFOQUES ECONÓMICOS DE INVERSIÓN**

Se puede realizar un análisis análogo a las tres etapas financieras distinguidas anteriormente en cada una de las posiciones teóricas de estudio de la inversión, para de esta manera poder vincular, en el próximo epígrafe, cada tipo de expectativa con el enfoque y matemática financieros. Dentro de las posiciones teóricas, la Teoría Neoclásica de la Inversión y la Postkeynesiana muestran los supuestos de partida más habituales. La Teoría Neoclásica de la Inversión supone una amplia cuantificación de la Economía Financiera bajo una perspectiva física de análisis y se caracteriza por sus hipótesis referentes al equilibrio, la racionalidad, la eficiencia y la homogeneidad de las preferencias. Por el contrario, la escuela Postkeynesiana no parte del equilibrio ni de la eficiencia del Mercado Financiero, permitiendo la heterogeneidad de comportamientos y que perduren conductas irracionales por los fallos y rigideces del mercado.

I. En lo que afecta a la Teoría Neoclásica de la Inversión, la misma es la más divulgada en los manuales financieros y tiene su auge después de la Segunda Guerra Mundial conjuntamente con una gran cuantificación de la Ciencia económica general y el desarrollo de la Econometría. Sus principales supuestos de partida son:

1- Existencia (estabilidad y unicidad) del equilibrio del mercado. Todos los mercados están en permanente equilibrio por ajustes instantáneos e inmediatos.

2- Racionalidad o comportamiento lógico de los agentes económicos: prefieren mayor rendimiento a menor y prefieren menor riesgo a mayor.



3- Homogeneidad de comportamiento de todos los agentes económicos, que únicamente se diferencian en su actitud frente al riesgo.

4- Eficiencia informativa del mercado. Los precios financieros reflejan toda la información relevante disponible a cada momento. Generalmente esta eficiencia se vincula a un mercado completo y a la ausencia de posibilidades de arbitraje.

5- Maximización de la creación de valor o de una función de utilidad creciente con las ganancias.

6- Las oportunidades de inversión son independientes del pasado.

#### **I. En la Teoría Neoclásica de la Inversión,**

Basada en la maximización de la utilidad (esperada) supuesto el conocimiento de toda la información disponible relevante, y una vez superada de incertidumbre volitiva de elección del criterio de decisión lógico adecuado<sup>13</sup>, se calcula o se estima el valor óptimo futuro. Este valor óptimo como valor teórico de equilibrio, y por la homogeneidad de los agentes económicos, es común a todo el sistema financiero. Por otro lado, debido al conocimiento perfecto de la información disponible, la incertidumbre es representada funcional y distribucionalmente mediante una distribución de probabilidad, implicando por la racionalidad del criterio de elección y la homogeneidad de expectativas que el valor óptimo de equilibrio sea también objetivo. Es decir, las expectativas formadas serán únicas, desde un punto de vista racional, en tanto que las que difieran del valor objetivo calculado o estimado<sup>14</sup> no responderían a estrategias de actuación eficientes y el mercado las eliminaría por las pérdidas “permanentes” que supondría para los agentes económicos que las llevaran a cabo<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Vid Ramírez Sarrió, D. 2001.

<sup>14</sup> Dependiendo de la existencia de incertidumbre o de la información disponible.

<sup>15</sup> Si bien, los Nuevos Enfoques Financieros de tendencia Neoclásica suavizan este resultado, limitando la

## II. La Teoría Postkeynesiana

Defiende las ideas de J.M. Keynes referentes a la incertidumbre existente sobre el largo plazo y las rigideces de los mercados, que permiten que subsistan o no sean aprovechables ciertas ineficiencias. Esta escuela se puede englobar dentro de la tendencia de acercar la Ciencia Económica a la Biología en vez de a la Física, a partir de los años 70, donde una diferencia fundamental aparecía en la consideración de la variable temporal, a partir de la cual se introducía la complejidad y la incertidumbre en la explicación<sup>16</sup>. Según esta posición los supuestos de partida cambiarían respectivamente a:

- 1- Indiferencia hacia el concepto de equilibrio.
- 2- Se presupone un sesgo hacia la acción de los agentes económicos, el cual puede ser lógico o no, los cuales están condicionados por la percepción del sistema y del entorno.
- 3- Heterogeneidad en el comportamiento de los agentes económicos.
- 4- Los precios no son eficientes desde el punto de vista informativo por la incertidumbre existente sobre el futuro (futuro desconocible).
- 5- Maximización de la posibilidad de supervivencia a largo plazo a partir de la consideración de las posibles pérdidas y ganancias y no sólo del resultado final de la operación.
- 6- Las oportunidades de inversión dependientes de la historia pasada, presente y futura. Dependencia de la trayectoria en la evolución de las series temporales.

---

racionalidad, suponiendo asimetría de información o restringiendo el arbitraje, que transitoriamente permitan que puedan subsistir conductas "irracionales" (*Noise traders*) que hagan fluctuar el mercado en torno al valor de equilibrio, dando cabida a la especulación como posibilidad de ganancia a corto plazo.

<sup>16</sup> Vid. Ceballos Hornero, D. 2004, pp. 67-90.

El Postkeynesianismo defiende una perspectiva de análisis de la decisión de inversión donde la incertidumbre juega un papel central y, por tanto, no se reduce a un elemento aleatorio. Crítica la Teoría de la Probabilidad como tratamiento de la incertidumbre y de ahí que se propongan modelos con una incertidumbre funcional no distributiva y centrada en la importancia asimétrica en la sucesión de eventos favorables y desfavorables. Esto hace difícil implementar un modelo que represente las ideas postkeynesianas sobre la inversión: incertidumbre por procesos no ergódicos, consideración del largoplazo, evolución compleja por dependencia histórica..., y como afirma G. Poitras (2002, pág. 119), no existen estrategias de inversión seguras (decisión única u óptima) desde la perspectiva postkeynesiana. Es decir, la Teoría Postkeynesiana no parte de un valor de equilibrio u óptimo de las expectativas que hace eficiente el mercado, sino que por la heterogeneidad de los agentes económicos sus expectativas difieren y conviven, porque al quedar la incertidumbre futura tratada como una estimación subjetiva y no distribucional<sup>17</sup>, no existe un movimiento hacia la “eficiencia” del mercado que elimine decisiones no “racionales”.

---

<sup>17</sup> La subjetividad del tratamiento de la incertidumbre y que la misma se represente según una relación funcional no distribucional tiende a obligar a separar la influencia de los resultados favorables y de los desfavorables, y no únicamente centrarse en el resultado neto.

### 2.1.3. EXPECTATIVAS FINANCIERAS

La inversión representa la operación financiera arriesgada por excelencia, siendo el préstamo el ejemplo paradigmático de operación financiera sin riesgo y equilibrada. Las decisiones financieras en operaciones ciertas y equilibradas son relativamente sencillas en tanto que se resuelven con la aplicación de criterios simples y efectivos de elección. Sin embargo, en la decisión de inversión, debido principalmente al desconocimiento de su desarrollo en el futuro, no sólo se plantea un estudio más complejo, sino también implica la falta de un criterio universal de decisión por el papel determinante de las diferentes expectativas.

En las expectativas aparecen los horizontes temporales de la decisión de inversión ya que determinan cuánto se espera para actuar, qué se espera a corto y largo plazo, cuándo se espera obtener ganancias, hasta cuándo se esperan obtener ganancias... De esta manera, el tiempo se endogeneiza, y se hace móvil y propio de la inversión porque organiza la dinámica de esta última<sup>18</sup>.

Esta organización temporal de la inversión a partir de las expectativas difiere según el Enfoque y teoría financieros de los que se parte:

Desde la Teoría Neoclásica de la Inversión y su implicación de expectativa única, objetiva y de equilibrio o eficiente, derivada de los supuestos de equilibrio de mercado, de maximización de las ganancias (generación de valor) y de racionalidad, la tipología de expectativas que se observa en los modelos y teorías financieros son:

---

<sup>18</sup> Vid. Luhmann, N. 1998, pág. 281.

### **a. En la Teoría Tradicional**

Por su alta vinculación contable, la información utilizada aleja en gran medida la incertidumbre, dando lugar a modelos deterministas de generación de expectativas. Los más habituales encontrados en el cálculo de ratios y proyecciones contable-financieros son las expectativas extrapolativas<sup>19</sup>, aunque también se utilizan los casos simplificados de expectativas históricas y adaptativas en procesos secuenciales de representación o de decisión. Se observa un sesgo en la generación de expectativas de la información contable que implica que dicha generación se base fundamentalmente en el pasado.

### **b. La Teoría Moderna**

Con la introducción de la racionalidad y una incertidumbre futura objetivada distribucionalmente, fomenta la estimación o la determinación de fórmulas de valoración compactas dependientes, de una forma interpretable, del componente aleatorio y de las variables fundamentales. El comportamiento lógico y la generalización del arbitraje implican que la eficiencia derivada del mercado incorpore toda la información pasada<sup>20</sup> y, por tanto, la anticipación de posibilidades de inversión se tenga que realizar desde el futuro, es decir, una generación de las expectativas basadas en el futuro. Así, los modelos de cuantificación de las expectativas más comunes son las racionales y las descontadas o estratégicas. Por la racionalidad y eficiencia del mercado, las expectativas estratégicas responden a un valor de indiferencia de elección entre las distintas posibilidades de inversión, valor que puede ser de no arbitraje o de definición del equilibrio de mercado. Además, esta indiferencia teórica de posibilidades de inversión supone que cada

---

<sup>19</sup> Sean basados en una relación funcional con otras variables, contemporáneas o pasadas, en una relación econométrica con su historia pasada o en una regla causal con algún indicador del entorno.

<sup>20</sup> El precio de mercado incorpora toda la información histórica y, por tanto, su evolución no tiene memoria. Es decir, existe una independencia entre los cambios sucesivos.

agente económico luego decidirá en función de su aversión al riesgo, por la incertidumbre existente, y las posibles ganancias de la diversificación, supuesto un mercado completo con arbitraje rápido y barato.

### **c. Los Nuevos Enfoques Financieros**

Suavizan los supuestos de racionalidad, de eficiencia y de equilibrio permanente del mercado. Esta flexibilización implica una mayor consideración del entorno, es decir, qué hace el resto, la interrelación con otros agentes económicos y con el mercado (reflexibilidad)..., lo cual deriva en una mayor complejidad de los modelos. Así, la generación de expectativas no sólo se basa en el futuro, donde dominan las expectativas estratégicas y las autorrealizadas, sino también se encuentran modelos de generación desde el presente de las expectativas como las gregarias de imitación o contagio.

## **2.2. MARCO CONCEPTUAL**

### **2.2.1. MERCADO FINANCIERO**

Partiendo de la idea que un mercado es un lugar donde se produce un intercambio de bienes y se fijan sus precios, un mercado financiero es aquel donde los bienes objeto de intercambio son activos financieros<sup>21</sup>.

Los mercados financieros<sup>22</sup> es un conjunto de mercados en los que los agentes deficitarios obtienen los recursos sobrantes de los agentes excedentarios, bien de forma directa o bien de forma intermediaria a través del sector financiero<sup>23</sup> o bien

---

<sup>21</sup> Los *activos financieros* son conocidos también como activos intangibles, dado que representan el valor de intercambio sobre un instrumento financiero, donde el inversionista se beneficia sobre una obligación de dinero a futuro por parte del emisor ya sea con un bono, una acción, etc., y sus pagos se realizan de dos formas, una cuando son pagos acordados a una tasa fija también llamados instrumentos de renta fija y dos cuando los pagos se realizan atados a un indicador variable conocidos como instrumentos de renta variable.

<sup>22</sup> Véase: Santos José. *Sistema financiero, mercado de capitales y Bolsa*. Curso de bolsa y mercados financieros. Editorial Ariel, S.A. 2001. pp 3-20.

<sup>23</sup> Vía bancos, fondos financieros, mutuales, cajas seguros y otros.

de forma gestionada por entidades gestoras de carteras e instituciones de inversión colectiva.

#### **2.2.1.1. Instrumentos financieros**

Los instrumentos financieros<sup>24</sup>, que se transan en los mercados financieros, están constituidos por los activos financieros que pueden ser indirectos (básicamente créditos bancarios) e directos (básicamente valores), según la forma de intermediación a que se vinculan. Para entender mejor la intermediación, tomemos el ejemplo de una empresa que necesita financiar sus proyectos o actividades que tiene dos vías para hacerlo; una a través del crédito comercial o bancario (intermediación indirecta), y la otra a través del mercado de valores (intermediación directa).

#### **2.2.1.2. Mercado de Intermediación Indirecta**

Es aquel donde participa un intermediario<sup>25</sup>, captando recursos del público y luego se los coloca en forma de préstamo, cobrando al segundo una tasa de interés predeterminada. De este modo, el oferente de capital y el demandante se vinculan indirectamente a través del intermediario.

#### **2.2.1.3. Mercado de Intermediación Directa**

Cuando los agentes económicos carecen de capital (dinero) para financiar sus proyectos (agentes deficitarios) y no les resulta conveniente tomarlos del sector bancario, entonces pueden recurrir a emitir valores (ejemplo: acciones

---

<sup>24</sup> Véase: Aula bursátil. Bolsa Boliviana de Valores S.A. ([www.bbv.com.bo](http://www.bbv.com.bo)).

<sup>25</sup> Comúnmente el sector bancario, incluyendo banca comercial asociada y la privada, que dan préstamos a corto plazo.

u obligaciones) y captar así los recursos que necesiten, directamente de los oferentes de capital. Estos oferentes no son otros que los inversionistas que adquieren valores sobre la base del rendimiento esperado y el riesgo que están dispuestos a asumir.

## **2.2.2. DIVISIÓN DEL MERCADO FINANCIERO**

Los mercados financieros tienen tres componentes como ser:

### **2.2.2.1. Mercado de dinero**

El mercado de dinero, se caracteriza por dar cabida a la negociación de activos financieros de muy corta vida (comúnmente menos de un año), que suelen ser sustitutos del dinero en razón de su elevada liquidez por ser muy fáciles de negociar. En este segmento se encuentran: los pagarés, papeles comerciales, certificados de Banco Central (emitidos para controlar la masa de dinero en la economía), etc.

### **2.2.2.2. Mercado de Capitales**

En contraste, el mercado de capitales alberga a los instrumentos de mayor plazo (superior a un año), de condiciones variables en cuanto a su liquidez, y usualmente también de un mayor contenido de riesgo. Ejemplo de este mercado constituyen los bonos de arrendamiento financiero, los bonos subordinados, bonos corporativos, las obligaciones resultantes de los procesos de titularización, etc.

### **2.2.2.3. Mercado de futuros y derivados**

En los mercados de futuros y derivados se negocian contratos de naturaleza financiera con condiciones que se fijan al momento del acuerdo, que deben



ser ejecutadas en una fecha específica o en un intervalo de tiempo definido. Estos mercados se originan ante la necesidad de disminuir los riesgos propios de la incertidumbre de la ocurrencia de eventos futuros. A la fecha los derivados más comunes son: forward, futuros, swaps, opciones e índices. La combinación de éstos da origen a otra serie de derivados más complejos.

### **2.2.3. CLASIFICACIÓN DEL MERCADO DE VALORES**

El mercado de valores se clasifica a partir de un elemento que sirva de distinción, lo que da lugar a diversas segmentaciones.

Los criterios diferenciadores más importantes son:

- Por el tipo de colocaciones divide: el mercado en primario y secundario.
- Por los mecanismos de negociación utilizados divide: el mercado en bursátil y extrabursátil.

#### **2.2.3.1. Por el tipo de colocación**

##### **2.2.3.1.1. Mercado primario**

Mercado primario o mercado de emisiones es aquél que se relaciona con la colocación inicial de valores, que se realiza a un precio determinado. En el caso de una oferta pública de valores se requiere autorización previa de la ASFI, y de la correspondiente inscripción en el registro del Mercado de Valores. Este tipo de oferta es abierto a todo el público interesado en adquirir un valor. Alternativamente la colocación puede suceder por oferta privada; es decir por venta dirigida sólo a ciertas personas o instituciones no siendo de acceso al resto del público.

#### **2.2.3.1.2. Mercado secundario**

El mercado secundario o de transacciones, es aquel que comprende las negociaciones y transferencias de valores emitidos y colocados previamente. La negociación en Bolsa y los demás mecanismos de negociación centralizada constituyen por excelencia un mercado secundario.

#### **2.2.3.2. Por el mecanismo de negociación**

##### **2.2.3.2.1. Mercado bursátil**

Es aquel segmento del mercado que, tomando como elemento diferenciador la forma de negociación de los valores, se ubica en la Bolsa, no como recinto, sino como mecanismo, denominado Rueda de Bolsa. En la rueda se participa a través de las Agencias de Bolsa.

##### **2.2.3.2.2. Mercado extrabursátil**

El mercado extrabursátil es aquél en el cual se colocan y negocian los valores, pero fuera de la Bolsa como mecanismo de negociación. El mercado extrabursátil puede ser centralizado o no, aunque suele ser un mercado que no está organizado con reglas determinadas de negociación. Este mercado puede también dividirse en segmentos de mercado primario y secundario.

#### **2.2.4. PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES**

Los participantes del Mercado de Valores son los siguientes:

##### **I. 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. Los inversionistas que representan vehículos de inversión conjunta

o colectiva se denominan inversionistas institucionales<sup>26</sup>.

## **II. Intermediarios**

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.

## **III. 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.

## **IV. Entidad de Deposito de Valores**

Es una entidad que cubre dos funciones esenciales. Por un lado 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 por otro lado, custodia los valores que se negocian en este mercado.

## **V. 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

---

<sup>26</sup> Se denomina *inversionistas institucionales* a aquellas entidades financieras especializadas en la administración del ahorro de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores por cuenta y riesgo de estas. Los inversionistas institucionales actúan como grandes inversionistas ya que administran y concentran recursos de un gran número de pequeños inversionistas. La principal característica de los inversionistas institucionales es que las inversiones que realizan son principalmente a mediano y largo plazo

contenido crediticio.

## **VI. 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.

## **VII. Regulador**

Este tiene la función de establecer las reglas que ordenan el funcionamiento del mercado, y además verificar que las mismas sean cumplidas.

### **2.2.5. LA BOLSA DE VALORES**

La Bolsa es un lugar diseñado para facilitar intercambios ordenados de valores. Las personas acceden a ella a través de los intermediarios asociados a la bolsa<sup>27</sup>.

En esencia la Bolsa es un lugar de intercambio, esto es de compra y venta de activos financieros que están inscritos en ella. Estos activos son comúnmente acciones de empresas, bonos, certificados de participación de fondos de inversión, certificados de depósitos, etc. Todos nosotros de alguna forma estamos acostumbrados a participar de compradores o vendedores de distintos productos. La primera diferencia en Bolsa es el producto que se transa. Cualquier persona puede encontrar distintos productos para participar en Bolsa. Sin embargo, la participación en Bolsa exige que se realice a través de intermediarios autorizados para estos efectos (Agencias de Bolsa); según

---

<sup>27</sup> Formariz F. *Las bolsas: organización y funcionamiento*. Bolsa, mercado y técnicas de inversión. McGraw- Hill. España. pp258-274.

el mercado de que se trate. Ello ocurre porque estos intermediarios conocen bien las reglas de funcionamiento de los mecanismos de negociación de la bolsa y se han especializado en esa labor.

#### **2.2.5.1. LOS INSTRUMENTOS DE EMISIÓN EN EL MERCADO DE VALORES Y LOS TIPOS DE EMISORES**

Los instrumentos de inversión son medios o productos creados, para instrumentar las diversas condiciones o formas de ofrecer productos financieros que son objeto de transacción en el mercado financiero. Una buena parte de estos instrumentos adoptan la forma de títulos valores, lo que va a dar lugar al mercado de valores. Otros no requieren instrumentarse en títulos valores, sino toman formas contractuales diversas como los depósitos dinerarios constituidos en entidades financieras y bancarias.

Los instrumentos financieros, desde la lógica de los inversionistas, se pueden clasificar en los siguientes rubros:

##### **a. Instrumentos de renta variable**

Son aquellos donde la magnitud de la rentabilidad esperada no es segura ni fija desde un inicio y será, en todo caso, de acuerdo a los resultados de la actividad a la cual sea destinada la inversión, resultado que nadie puede asegurar desde un inicio, sino sólo calcularse o proyectarse, siendo por ello la inversión de riesgo, o de participación en el resultado final.

##### **b. De renta fija o determinable**

En esta clase de instrumentos de inversión la rentabilidad está previamente fijada o es determinable desde un inicio, a las que se les conoce como inversiones de renta fija, consistiendo en este caso el riesgo sólo en la

seguridad de su pago. Es decir, las inversiones de renta fija no están ligadas al resultado de la inversión, ni participan de los éxitos o fracasos que tal inversión o actividad tenga y a la que sea destinado el capital invertido. Los instrumentos de inversión de renta fija son emisiones de deuda que realiza el estado y las empresas, dirigidas a los participantes del mercado de capitales. Las inversiones en renta fija pueden adquirirse en el instante en que por primera vez se ofrecen al público o en el momento de la emisión, denominado "mercado primario", o comprarse a otros inversionistas en lo que se conoce como "mercado secundario".

#### **c. Instrumentos mixtos**

Es la combinación de los dos anteriores, es decir, que la inversión no hace al inversionista partícipe del negocio, pero le ofrece utilidades similares a los que obtienen quienes realizan inversiones de participación y riesgo. Esto es, son instrumentos que proporcionan al inversionista la seguridad de las inversiones de renta fija (acreencias) de no perder el capital; pero con la ventaja de las inversiones de participación, en cuanto a las utilidades.

### **2.2.6. CLASIFICACIÓN DE LOS VALORES**

En los mercados financieros directos, esto es sin intermediación, se transan determinados tipos de instrumentos; como es el caso de los valores. Estos, se suelen clasificar del siguiente modo:

#### **a. Valores de participación**

Representan una alícuota parte del capital social de una sociedad anónima, otorgan al tenedor de la misma participación en un patrimonio específico. Por ejemplo las acciones.

**b. Valores de contenido crediticio**

Son valores que representan una obligación para el emisor o una alícuota parte de un crédito colectivo asumido por éste. Por ejemplo los bonos.

**c. Valores representativos de mercaderías**

Son valores que le otorgan al tenedor de los mismos el derecho de propiedad de determinados bienes o mercaderías que se encuentran en depósito. Ejemplo: los Certificados de Depósito.

**2.2.7. NÚMEROS ÍNDICES**

Es habitual en economía la necesidad de referir la evolución de una magnitud a un instante de referencia base, de modo que pueda apreciarse con sencillez su evolución temporal.

Un número índice<sup>28</sup> es una medida estadística creada para poner de relieve cambios en una variable, o en un grupo de variables, relacionadas con el tiempo, situación geográfica, ingresos, o cualquier otra característica.

Los números índices<sup>29</sup> se usan para hacer comparaciones dos magnitudes, usualmente cantidades o precios, ya sea a lo largo del tiempo, o a través de áreas geográficas diferentes, por lo que es frecuente establecer índices de precios para determinados artículos, de cotizaciones bursátiles, del coste de la vida, etc.,. Un índice simple o elemental es el cociente entre las dos

---

<sup>28</sup> Véase: Adamina C., García D., Garrido José, y Alonzo-Majagranzas Beatriz. *Índices bursátiles nacionales e índices europeos*. El índice general de la Bolsa de Madrid. Curso de bolsa y mercados financieros. Editorial Ariel, S.A. 2001. pp 397-445.

<sup>29</sup> Véase: López F. y García P. *El mercado bursátil*. Bolsa, mercado y técnicas de inversión. McGraw-Hill. España. pp 1-50.

magnitudes que se pretende comparar.

Los números índices pueden ser simples y complejos. Los números índices simples se refieren a una magnitud única.

Dada una serie temporal  $(t_i, y_i)$  y fijado un valor  $t$  como periodo base, los números índices simples asociados a esta serie se obtendría dividiendo cada valor  $y_i$  de la variable entre el valor de la misma en el período base.

Si  $t_0$  es el período base, los números índices simples vendrían dados por la expresión:

$$I_i = \frac{Y_i}{Y_0} \times 100$$

Los números índices simple más frecuentes son los que se refieren a cantidades, precio y valores (*valor sería el producto de una cantidad por su precio unitario*). A partir de este momento, cuando nos estemos refiriendo a números índices consideraremos al caso de precio (p).

#### **2.2.7.1. ÍNDICE BURSÁTIL**

Un índice bursátil<sup>30</sup> es un indicador de evolución de un mercado en función del comportamiento de las cotizaciones de los títulos más representativos. Se compone de un conjunto de instrumentos, acciones o deuda, y busca capturar las características y los movimientos de valor de los activos que lo componen.

Los índices también se utilizan para:

---

<sup>30</sup> Véase: Adamina C., García D., Garrido José, y Alonzo-Majagranzas Beatriz. *Índices bursátiles nacionales e índices europeos*. El índice general de la Bolsa de Madrid. Curso de bolsa y mercados financieros. Editorial Ariel, S.A. 2001. pp 397-445.



- Identificar la percepción del mercado frente al comportamiento de las empresas y de la economía.
- Gestionar profesionalmente los portafolios, a través del uso de claras referencias del desempeño.
- Realizar una gestión de riesgos de mercado eficiente.

#### **2.2.7.2. CARACTERÍSTICAS INDISPENSABLES DE UN ÍNDICE**

Al construir un índice, éste debe cumplir con cinco características indispensables:

##### **a) Completo**

Un índice debe reflejar, para un perfil de riesgo determinado, el universo de oportunidades disponibles para los inversionistas. Entre más completo un índice, más eficientemente representa el universo de activos a seguir. Un índice completo debe proveer la mayor diversificación.

##### **b) Replicable**

El inversionista debe ser capaz de crear un portafolio con parte o la totalidad de los activos que componen el índice, y de esta manera replicar el comportamiento de éste.

#### **2.2.7.3. ASPECTOS GENERALES DE LA ELABORACIÓN DE UN ÍNDICE BURSÁTIL**

Para la elaboración de cualquier índice bursátil son necesarios unos pasos previos en función de unos requisitos, siendo los más destacables<sup>31</sup>:

---

<sup>31</sup> Véase: Brun X., Elvira O., y Puig X. *Índices bursátiles*. Mercado de renta variable y mercado de divisas. Las bolsas de valores: mercados de renta variable y de divisas y las formas de analizarlo. Colección Manuales de Asesoramiento Financiero. Bresca Editorial, S.I. Barcelona, 2008.

- a) Selección de los títulos que compongan el índice, de tal forma que sea un fiel y claro reflejo del mercado.
- b) Ponderación que tendrá cada valor, o grupo de valores (sector) que compongan el índice.
- c) Formulación o expresión matemática del índice.

#### **2.2.7.4. PRINCIPALES ÍNDICES MUNDIALES**

##### **2.2.7.4.1. Índices bursátiles estadounidenses**

- **Dow Jones Industrial Average:** Más conocido como Dow Jones o simplemente Dow. Está formado por 30 compañías estadounidenses.
- **S&P 500:** Es un índice compuesto por 500 de las mayores compañías tanto de la Bolsa de Nueva York (NYSE) como del Nasdaq.
- **Nasdaq 100:** Es el índice bursátil compuesto por las 100 mayores compañías no financieras del Nasdaq. Esta compuesto en gran medida por valores tecnológicos.

##### **2.2.7.4.2. Índices bursátiles europeos**

- **Eurostoxx 50:** Principal índice bursátil europeo. Abarca las 50 empresas más importantes de la eurozona por capitalización y volumen de negociación.
- **DAX 30:** Principal índice alemán con las 30 empresas más importantes de la bolsa de Frankfurt.
- **FTSE 100:** Índice de la bolsa de Londres con sus 100 empresas más importantes. Fue creado por el diario Financial Times.
- **CAC 40:** Índice con las 40 principales empresas de la bolsa francesa.

- **IBEX 35:** El principal índice bursátil español con las 35 empresas con mayor capitalización y liquidez. El nombre “Ibex” es un acrónimo de “Iberian Index”.

#### 2.2.7.4.3. Índices bursátiles asiáticos

- **Nikkei 225:** Principal índice japonés compuesto por las 225 empresas con mayor liquidez de la bolsa de Tokio. Fue creado por el diario Nihon Keizai Shinbun.
- **SSE Composite Index:** Es el índice bursátil chino más importante. Está compuesto por todas las compañías que cotizan en la bolsa de Shanghai.
- **BSE Sensex:** Principal índice bursátil de la India. Está compuesto por las 30 compañías más importantes que cotizan en la bolsa de Bombay.
- **Hang Seng Index:** Principal índice bursátil de Hong Kong. Cuenta con 33 compañías. Fue creado por el banco Hang Seng.
- **KOSPI:** Es el principal índice surcoreano. Cuenta con todas las empresas que cotizan en este mercado ponderadas según su capitalización bursátil.

#### 2.2.7.4.4. Índices bursátiles sudamericanos

- **Bovespa:** Principal índice bursátil brasileño. Compuesto por las 50 compañías más importantes que cotizan en la bolsa de Sao Paulo.
- **IPC:** El IPC (Índice de Precios y Cotizaciones) es el principal índice mexicano. El magnate Carlos Slim controla aproximadamente un tercio del valor de las empresas que componen el índice.
- **Merval:** Es el principal índice argentino con las empresas más importantes de la bolsa de Buenos Aires.
- **IPSA:** IPSA es el acrónimo de Índice de Precio Selectivo de Acciones. Es el principal índice chileno. Está compuesto por 40 acciones.
- **IGBVL:** Principal índice peruano.

- **IGBC Bogotá:** Índice compuesto por las 36 compañías más representativas de Colombia.
- **IBC Caracas:** Principal índice bursátil de Venezuela compuesto por 16 compañías.
- **MSCI Latin America:** Índice bursátil que engloba 137 empresas de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

#### 2.2.7.4.5. Índices bursátiles globales

- **MSCI World:** Índice compuesto por más de 1.600 compañías de 23 países desarrollados.
- **MSCI Emerging Markets:** Índice compuesto por más de 800 empresas de países en desarrollo.
- **S&P Global 100:** Índice compuesto por 100 compañías multinacionales de todo el mundo.

#### 2.2.8. ASPECTOS GENERALES DE UN ÍNDICE DE RENTA FIJA<sup>32</sup>

Un índice bursátil (*benchmark*) es una referencia importante para los gestores de cartera de inversión. Si la rentabilidad se queda por debajo de ese índice, quiere decir que el gestor de esa cartera de inversiones no ha logrado obtener la rentabilidad que está ofreciendo el mercado de valores; si está por encima, quiere decir que el gestor ha logrado, con su estrategia, obtener una rentabilidad superior a la que está ofreciendo dicho mercado.

Utilizar un índice *benchmark*, por tanto, es básico, no sólo para el propio gestor, sino también para el inversor, ya que servirá como control de la

---

<sup>32</sup> Véase: Reveiz A. y León C. (2008). Índice representativo del mercado de deuda pública interna: IDXTES. Banco Central de Colombia. Borradores de Economía, No.288.

magnitud comparativa de los rendimientos obtenidos, así como de medida de eficiencia en la gestión en función del riesgo asumido medido por la volatilidad de la cartera en comparación con la del índice.

Los aspectos generales revisados son: principios, propósitos y consideraciones metodológicas.

#### **2.2.8.1. Consideraciones metodológicas de un índice de renta fija<sup>33</sup>**

A diferencia de los principios y propósitos, las consideraciones metodológicas son diferentes para la construcción de un índice de renta fija y de un índice de renta variable.

Los títulos de renta fija (bonos), a diferencia de los de renta variable (acciones), tienen un plazo al vencimiento, son emitidos con alguna periodicidad y su grado de liquidez gira en torno a su ciclo de vida, entre otros. Estas características implican que un índice de renta fija sea más susceptible de experimentar cambios frecuentes en su composición, así como situaciones en las cuales se dificulta conseguir precios de mercado, por lo cual la inclusión de un criterio de liquidez en el proceso de selección puede ser recomendable.

Las principales consideraciones metodológicas para la construcción de un índice de renta fija parten de la definición de las características del mismo. De acuerdo con la práctica internacional, las características del índice son las siguientes:

---

<sup>33</sup> Véase: Reveiz A., y León C. *Índice representativo del mercado de deuda pública interna: IDXTES*. Borradores de Economía. No. 488. 2008.

- i. Definición del universo de títulos.
- ii. Método para la inclusión y exclusión de títulos.
- iii. Método de ponderación.
- iv. Método de cálculo del retorno.

A continuación se describe cada uno de estos ítems:

**i. Definición del universo de títulos**

El primer paso para construir el índice consiste en determinar qué instrumentos o activos harán parte del mismo. Este proceso de definición parte de discriminar entre conceptos tales como emisor; país, región, sector o calificación de riesgo a la que pertenece; jurisdicción legal; moneda de denominación, entre otros.

**ii. Método para la inclusión y exclusión de títulos**

Luego de definir el universo de títulos del índice, se debe establecer la metodología que determinará la entrada y salida de títulos de la canasta que lo compone.

Al respecto, los índices pueden clasificarse de manera general en aquellos basados en métodos de reglas (*rule-based*) o de portafolio (*portfolio-based*). Los primeros consisten en que la inclusión y exclusión de títulos recae en el cumplimiento de un conjunto de reglas preestablecidas y pasivas, mientras que en los segundos la inclusión y exclusión es consecuencia de un proceso de selección arbitrario y activo.

Algunas de las reglas tradicionales (*rule-based*) encontradas en la revisión metodológica fueron las siguientes:

- ❖ Exclusión de títulos cuyo plazo al vencimiento sea inferior a un número determinado de meses.
- ❖ Exclusión de títulos con opcionalidades.
- ❖ Exclusión de títulos que no son transados durante un periodo determinado.
- ❖ Exclusión de títulos cuyo saldo nominal no alcanza cierta cuantía.

### iii. Método de cálculo del retorno

De acuerdo con el método de cálculo de retorno, los índices se pueden clasificar en índices de retorno-precio (*price return indices*) o índices de retorno-total (*total return indices*).

- **Índices de retorno-precios:** son índices cuyo valor refleja el cambio en el precio limpio de los títulos que lo conforman, y por tanto miden el desempeño del capital invertido. No consideran el devengamiento de intereses, ni la reinversión de los flujos de caja producidos por el pago de cupones.

El cálculo del retorno-precio del índice se realiza de manera individual, por cada instrumento, a partir del precio limpio actual y del precio limpio del día anterior, aplicando la siguiente fórmula:

$$RP_{t,x} = \frac{P_{t,x} + A_{t,x}(t=am)}{P_{t-1,x}} - 1$$

Donde:

$RP_{t,x}$ : Retorno-precio del título  $x$  en  $t$ .

$P_{t,x}$ : Precio limpio del título  $x$  en  $t$ .

$P_{t-1,x}$ : Precio limpio del título  $x$  en  $t-1$ .

$A_{t,x}(t=am)$ : Flujo de caja condicional a que la fecha de cálculo del índice ( $t$ ) coincida con la fecha de amortización de capital ( $am$ ) del título  $x$ .

Luego, utilizando las ponderaciones de la canasta de títulos, se consigue el retorno-precio del índice para el día  $t$ .

$$RP_t = \sum_{x=1}^N RP_{t,x} * W_{t,x}$$

Donde:

$RP_t$ : Retorno-precio del índice.

$RP_{t,x}$ : Retorno-precio del título  $x$ .

$W_{t,x}$ : Ponderación del título  $x$ .

$N$ : Total de títulos que conforman el índice.

- ❖ **Índices de retorno-total:** son aquellos que reconocen que el valor de los títulos y del índice proviene de dos fuentes: una estocástica, que corresponde al cambio en la tasa de interés (*yield*) del mercado, la cual es fruto de la interacción entre oferta y demanda de los títulos, y que se refleja finalmente en el precio



limpio; y una determinística, que corresponde al aumento en el valor de los títulos como consecuencia del devengamiento de intereses por el paso del tiempo. Los índices de retorno total reconocen que el retorno proviene de ambas fuentes y, por tanto, debe calcularse con base en el precio sucio<sup>34</sup> de los títulos.

El cálculo del retorno total del índice se realiza de manera individual, por cada instrumento, a partir del precio sucio actual, del precio sucio del día anterior y de los flujos de caja generados por los pagos de cupón y amortizaciones, aplicando la siguiente fórmula:

$$RP_{t,x} = \frac{PS_{t,x} + C_{t,x\{t=pc\}} + A_{t,x\{t=am\}}}{PS_{t-1,x}} - 1$$

Donde:

$RP_{t,x}$ : Retorno-precio del título  $x$  en  $t$ .

$PS_{t,x}$ : Precio sucio del título  $x$  en  $t$ .

$PS_{t-1,x}$ : Precio sucio del título  $x$  en  $t-1$ .

$C_{t,x\{t=pc\}}$ : Flujo de caja condicional a que la fecha del cálculo del índice ( $t$ ) coincida con la fecha de pago de cupón ( $pc$ ) del título  $x$ .

$A_{t,x\{t=am\}}$ : Flujo de caja condicional a que la fecha de cálculo del índice ( $t$ ) coincida con la fecha de amortización de capital ( $am$ ) del título  $x$ .

Luego, utilizando las ponderaciones de la canasta de títulos, se consigue el retorno de precio del índice para el día  $t$ .

---

<sup>34</sup> El *precio sucio* equivale a la sumatoria del precio limpio y el valor del cupón causado hasta el momento del cálculo del índice.

$$RT_t = \sum_{x=1}^N RT_{t,x} * W_{t,x}$$

Donde:

$RT_t$ : Retorno-precio del índice.

$RT_{t,x}$ : Retorno-precio del título  $x$ .

$W_{t,x}$ : Ponderación del título  $x$ .

$N$ : Total de títulos que conforman el índice.

La práctica internacional respecto de *benchmarks* se basa en los índices de retorno total. Esto se debe a que usar los precios limpios no permite reconocer que el tenedor de un portafolio de títulos obtiene retornos tanto por cambios en los precios, como por la acumulación de intereses, lo cual hace que su utilización como *benchmark* sea limitada.

No obstante, para modelos de riesgo de mercado puede ser preferible contar con índices de retorno-precio, ya que la dinámica de éstos se limita al efecto producido por los cambios de la tasa de interés del mercado; de utilizar un índice de retorno total se podría subestimar el riesgo de mercado, ya que la acumulación de intereses genera un sesgo positivo sobre los retornos de los títulos.

## **CAPITULO III**

### **MARCO NORMATIVO Y REGULATORIO**

#### **MARCO INSTITUCIONAL**

##### **3.1. BANCO CENTRAL DE BOLIVIA**

El Banco Central de Bolivia es una institución de derecho público, con personalidad jurídica y patrimonio propio. En el marco de la política económica del Estado, es función del Banco Central de Bolivia mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social.<sup>35</sup>

El año 2006 Bolivia inició una nueva etapa económica y social, que se manifestó en un nuevo enfoque de política económica, incorporando otros actores económicos y sociales, combinando la preservación del equilibrio macroeconómico con los cambios estructurales necesarios para erradicar la pobreza, acelerar el crecimiento y lograr la diversificación económica.

A partir de la aprobación de la Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia (febrero de 2009), se consolida un nuevo modelo económico plural. El Banco Central de Bolivia (BCB), se encuentra reconocido en la Constitución como institución de derecho público con personalidad jurídica y patrimonio propio. El Estado, a través del Órgano Ejecutivo, determina los objetivos de la política monetaria y cambiaria del país, en coordinación con el BCB.

---

<sup>35</sup> Historia Monetaria de Bolivia- Gabriel Loza, Carmen Loza, Clara López, Esther Ayllón, Gustavo Rodríguez y O. Zegada.

### **3.1.1. Atribuciones Del Banco Central De Bolivia**

En lo fundamental y en el marco de la política económica del Estado, se le otorga las siguientes atribuciones: determinar y ejecutar la política monetaria; ejecutar la política cambiaria; regular el sistema de pagos; autorizar la emisión de la moneda y administrar las Reservas Internacionales. El BCB es parte del Estado Plurinacional y tiene como principal función preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social.

Son atribuciones del Banco Central de Bolivia, en coordinación con la política económica determinada por el Órgano Ejecutivo, además de las señaladas por la ley:

- Determinar y ejecutar la política monetaria.
- Ejecutar la política cambiaria.
- Regular el sistema de pagos.
- Autorizar la emisión de la moneda.
- Administrar las reservas internacionales.

Al tener la responsabilidad de determinar y ejecutar la política monetaria, el Banco Central de Bolivia controla y regula la cantidad de dinero circulante en la economía del país.<sup>36</sup>

El Banco Central de Bolivia regula el volumen de crédito interno de acuerdo con su programa monetario. Al efecto, emite, coloca o adquiere títulos valores (letras, bonos, pagarés y otros) y realiza otras operaciones de mercado abierto. Además tiene la facultad para establecer encajes legales de obligatorio cumplimiento por las entidades de intermediación financiera. Los encajes legales son porcentajes

---

<sup>36</sup> Banco Central de Bolivia- Institucional

de los depósitos totales que las entidades del sistema financiero deben mantener en el BCB como reserva obligatoria.

### **3.2. MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS**

El Ministerio de Economía y Finanzas Públicas del Estado Plurinacional de Bolivia es el organismo que se encarga de contribuir a la construcción del Nuevo Modelo Económico Social Comunitario Productivo, basado en la concepción del Vivir Bien, formulando e implementando políticas macroeconómicas que preserven la estabilidad como patrimonio de la población boliviana, y promuevan la equidad económica y social. Por el bien del país.

#### **3.2.1. Atribuciones Del Ministerio De Economía Y Finanzas Públicas**

Las atribuciones de la Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, en el marco de las competencias asignadas al nivel central por la Constitución Política del Estado, son las siguientes<sup>37</sup>:

- Formular las políticas macroeconómicas en el marco del Plan General de Desarrollo Económico y Social.
- Formular, programar, ejecutar, controlar y evaluar las políticas fiscales y financieras.
- Determinar, programar, controlar y evaluar las políticas monetaria y cambiaria en coordinación con el Banco Central de Bolivia.
- Ejercer las facultades de autoridad fiscal y órgano rector de las normas de gestión pública.

---

<sup>37</sup> DECRETO SUPREMO N° 29894- Artículo 52

- Elaborar el proyecto de Presupuesto General de la Nación, en coordinación con los Órganos y Entidades del Sector Público, en el marco del Plan General de Desarrollo Económico y Social.
- Controlar la ejecución presupuestaria de los Órganos y Entidades del Sector Público, establecidos en la Constitución Política del Estado.
- Asignar los recursos en el marco del PGE y de acuerdo a la disponibilidad del Tesoro General de la Nación.
- Desarrollar e implementar políticas que permitan precautelar la sostenibilidad fiscal, financiera y de endeudamiento de los órganos y entidades públicas.
- Inmovilizar recursos y suspender desembolsos de las cuentas fiscales de los Órganos y Entidades del Sector Público, en caso de incumplimiento de la normativa vigente, de manera preventiva y a requerimiento de la autoridad competente.
- Establecer la política salarial del sector público.
- Formular políticas en materia de intermediación financiera, servicios e instrumentos financieros, valores y seguros.
- Supervisar, coordinar y armonizar el régimen fiscal y tributario de los diferentes niveles territoriales, en el marco de sus competencias.
- Ejercer las facultades de órgano rector del Sistema Nacional de Tesorería y Crédito Público.
- Elaborar y proponer planes, políticas, estrategias y procedimientos de endeudamiento nacional y subnacional en el marco del Plan Nacional de Endeudamiento – PNE y el Programa Anual de Endeudamiento – PAE.
- Administrar la Deuda Pública Externa e Interna.
- Negociar y contratar financiamiento externo.
- Transmitir y transferir a los órganos y entidades estatales, recursos públicos para la constitución de Fideicomisos, para la implementación de los Programas y Políticas del Gobierno, de conformidad a norma específica.

- Recopilar, procesar y publicar información económica financiera de las entidades del sector público de los diferentes niveles territoriales.
- Registrar el Patrimonio del Estado Plurinacional y administrar los bienes asumidos por el Tesoro General de la Nación.
- En coordinación con el Ministerio del Trabajo, Empleo y Previsión Social, diseñar y proponer políticas en materia de seguridad social de largo plazo.
- Proponer políticas dirigidas a precautelar la sostenibilidad de los ingresos de la Pensión Mínima.
- Administrar el pago de rentas del Sistema de Reparto y la Compensación de Cotizaciones.
- Normar, fiscalizar y controlar a las entidades que otorgan prestaciones y/o realizan actividades de seguridad social de largo plazo.
- Formular procedimientos de gestión y control del costo fiscal del Sistema de Reparto y la Compensación de Cotizaciones.

### **3.3. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN POR PARTE DEL ESTADO-ASFI**

Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero es la encargada indelegable asignada por la Ley 393 de efectuar la regulación, supervisión y control de las entidades financieras y de preservar la estabilidad del sistema financiero.

La Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero es una institución de derecho público y de duración indefinida, con personalidad jurídica, patrimonio propio, financiero, legal y técnico, con jurisdicción, competencia, y estructura de alcance nacional, bajo la tuición del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y sujeto a control social<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> Portal Institucional- ASFI

La ASFI regula, controla y supervisa los servicios financieros, además de que protege al usuario y vela por la estabilidad del Sistema Financiero en el marco de la Constitución Política del Estado, la presente Ley y los Decretos Supremos Reglamentarios.

### **3.3.1. Funciones De La Asfi**

La Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero cumple las funciones de:

- Promover el acceso universal a los servicios financieros.
- Proteger los derechos del consumidor financiero e investigar denuncias.
- Controlar las comisiones de los bancos.
- Velar por la solvencia del sistema financiero
- Regular y supervisar las actividades del Mercado de Valores, los intermediarios financieros y entidades auxiliares del mismo.
- Establecer comisiones, tarifas y otros cargos.
- Proteger los ahorros colocados en las entidades de financieras autorizadas.
- Asegurar que las entidades financieras proporcionen medios transaccionales financieros eficientes y seguros.
- Controlar el cumplimiento de las políticas y metas de financiamiento establecidas por el Órgano Ejecutivo.

Además, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, en el marco de la regulación y supervisión, tiene como objetivos<sup>39</sup>:

- Controlar el financiamiento destinado a satisfacer las necesidades de vivienda de las personas, principalmente la vivienda de interés social para la población de menores ingresos.

---

<sup>39</sup> Portal Institucional- ASFI



- Promover una mayor transparencia de información en el sistema financiero, como un mecanismo que permita a los consumidores financieros de las entidades supervisadas acceder a mejor información sobre tasas de interés, comisiones, gastos y demás condiciones de contratación de servicios financieros que conlleve, a su vez, a una mejor toma de decisiones sobre una base más informada.
- Asegurar la prestación de servicios financieros con atención de calidad.
- Preservar la estabilidad, solvencia y eficiencia del sistema financiero.

### **3.4. MARCO REGULATORIO**

#### **3.4.1. LEY DE SERVICIOS FINANCIEROS**

El 21 de agosto de 2013, el Presidente del Estado Plurinacional de Bolivia, Evo Morales Ayma, promulgó la nueva Ley de Servicios Financieros en sustitución de la Ley de Bancos y Entidades Financieras. Ésta tiene por objeto regular las actividades de intermediación financiera y la prestación de servicios financieros, así como la organización y funcionamiento de las entidades financieras y prestadoras de servicios financieros; la protección del consumidor financiero; y la participación del Estado como rector del sistema financiero, velando por la universalidad de los servicios financieros y orientando su funcionamiento en apoyo de las políticas de desarrollo económico y social del país.<sup>40</sup>

Esta ley incorpora varios artículos que se hallan estrechamente vinculados a la gestión de prácticas socialmente responsables, que a su vez guardan relación con la función social que deben cumplir los servicios financieros.

---

<sup>40</sup> BNB-Responsabilidad Social Empresarial

La Ley de Servicios Financieros 393 reemplazó a la antigua Ley neoliberal de Bancos 1488, está orientada a beneficiar a los bolivianos y bolivianas que acuden a las entidades financieras.

La nueva norma otorga los siguientes beneficios:

- Las tasas de interés para los sectores Productivo, Vivienda de Interés Social y para los depósitos de las personas son reguladas por el Gobierno Nacional.
- Crea la Defensoría del Consumidor Financiero.
- Establece comisiones máximas que pueden cobrar las Entidades Financieras.
- Elimina la letra chica, estableciendo la revisión y registro de los contratos por parte de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI).
- Establece incentivos al pago oportuno mediante la creación de una Central de Riesgo Positiva denominada "Lista Azul".
- Promueve el arrendamiento financiero, a través del cual se puede financiar viviendas y maquinaria, con el pago de cuotas de alquiler, las que cuentan como pago del precio del bien, pudiendo comprar el mismo al final de la operación por el valor residual.
- Protege al prestatario de Vivienda de Interés Social del remate del bien inmueble, en caso de que no pueda pagar el crédito.

### **3.5. BOLSA BOLIVIANA DE VALORES**

De acuerdo a Ley y sus Disposiciones Reglamentarias, la Bolsa Boliviana de Valores S.A. tiene facultad para establecer su propia normativa interna a fin de regular su organización y funcionamiento. Asimismo, la Bolsa tiene la obligación de

velar por el cumplimiento de la Ley, sus Disposiciones Reglamentarias y sus propias normas internas por parte de las personas naturales o jurídicas que actúan en ella.<sup>41</sup>

### **3.5.1. FUNCIONES DE LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES**

a) Organizar, poner en funcionamiento y administrar un mercado público de Instrumentos Financieros, en condiciones estrictas de transparencia, eficiencia en la formación de precios, trato igualitario y libre competencia, proveyendo normas internas, infraestructura, sistemas, mecanismos y servicios adecuados.

b) Brindar directamente o a través de terceros mecanismos ágiles, confiables y eficientes para la Liquidación de las Operaciones que en ella se realicen.

c) Precautelar el cumplimiento de Operaciones que en ella se realicen, mediante mecanismos preventivos, de cobertura y/o de garantía.

d) Proporcionar a las Agencias de Bolsa, a los inversionistas y al público en general, información actualizada, suficiente, oportuna y veraz, concerniente a los Instrumentos Financieros cotizados y negociados, a sus Emisores, a las Agencias de Bolsa y a las Operaciones Bursátiles.

### **3.5.2. Los intermediarios**

Sólo las sociedades anónimas que tengan por objeto realizar la intermediación de valores, inscritas en el Registro del Mercado de Valores, podrán usar el nombre de "Agencia de Bolsa" y realizar habitualmente operaciones bursátiles de intermediación de valores. Dichas operaciones deberán realizarse de acuerdo a

---

<sup>41</sup> Reglamento interno de registro y operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores s.a.

lo previsto en la Ley del Mercado de Valores en el mercado bursátil y extrabursátil.<sup>42</sup>

### **3.5.3. TASA DE REGULACIÓN POR CONCEPTO DE EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE VALORES**

Conforme a lo establecido por el numeral 6) del artículo 115 de la Ley del Mercado de Valores las Tasas de Regulación por concepto de autorización e inscripción de emisión y oferta pública de valores, aplicables a los emisores, son las siguientes:

a) Para Valores de renta fija: 1. Tasa de Regulación N° 10: El monto en dólares de los Estados Unidos de América que resulte de aplicar al momento de la Autorización e Inscripción, el cero coma cero ocho por ciento (0,08%) del monto total autorizado e inscrito de la emisión.

Sin perjuicio de lo establecido en el artículo 19 del presente Reglamento en el caso de emisiones de valores de renta fija emitidos a plazos mayores a tres (3) años, la presente Tasa de Regulación solo aplicará para los primeros tres (3) años.

b) Para Valores de renta variable:

Tasa de Regulación N° 11: Según el valor de la emisión, el monto de ésta tasa de regulación será:

i) Hasta cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$us. 4.000.000.-). Un monto de Un mil dólares de los Estados Unidos de América (\$us. 1.000.-).

ii) Más de cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$us. 4.000.000.-) y hasta cien millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$us. 100.000.000.-). El monto en dólares de los Estados Unidos de América que

---

<sup>42</sup> REGLAMENTO A LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DECRETO SUPREMO N° 25022

resulte de aplicar al momento de la Autorización e Inscripción, el cero coma cero veinticinco por ciento (0,025%) del monto total autorizado e inscrito de la emisión.

iii) Más de cien millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$us. 100.000.000.). Un monto de veinticinco mil dólares de los Estados Unidos de América (\$us. 25.000.-).

#### 3.5.4. TASA DE INTERES PARA DEPOSITOS A PLAZO FIJO.

Los Depósitos a Plazo Fijo deberán generar rendimientos a tasas de interés anuales que cuando menos sean las que se establecen en el siguiente cuadro, en función del plazo. Estas tasas de interés aplicaran a todos aquellos Depósitos a Plazo Fijo que se constituyan en moneda nacional y tengan como titulares únicamente a personas naturales que cumplan Con lo establecido en el Parágrafo II del presente Artículo.<sup>43</sup>

PLAZO DEL DEPOSITO	TASA DE INTERES ANUEAL MINIMA
30 días	0,18%
31 a 60 días	0,40%
61 a 90 días	1,20%
91 a 180 días	1,50%
181 a 360 días	2,99%
361 a 720 días	4%
721 a 1080 días	4,06%
Mayores a 1080 días	4,10%

<sup>43</sup> DECRETO SUPREMO N° 2055

## CAPITULO IV

### MARCO SITUACIONAL

#### LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES

##### 4.1. HECHOS RELEVANTES

##### 4.1.1. MONTOS OPERADOS EN LA BOLSA

En la mayor parte de las bolsas de valores del mundo el principal activo que se negocia son las acciones de las empresas (que deben estar previamente registradas). Debido a que no es posible conocer con anticipación si una empresa perderá o ganará dinero, las acciones son consideradas valores de renta variable.

En el mercado de valores boliviano las operaciones que se realizan están altamente concentradas (aproximadamente 98%) en valores de renta fija. Si bien se tienen listadas las acciones de varias empresas, estas no se negocian con frecuencia.<sup>44</sup>

Todos los activos de renta fija se basan en la entrega de dinero de un inversor a un emisor, y la devolución por parte de este del capital, más intereses a lo largo o al cabo de un determinado periodo.

Se debe tener en cuenta que renta fija no implica necesariamente rentabilidad fija ni ausencia de riesgo.

El inversor en renta fija puede actuar de dos formas:

**Opción 1:** Mantener el título hasta su vencimiento. En este caso, la rentabilidad está prefijada durante toda la vida del título. Un bono al 5% pagará 50 Bs anuales por cada 1.000 Bs de valor nominal, y uno al 6%, Bs 60. Es lo que pagará el emisor cada año, durante toda la vida o duración del bono, ni más ni menos. Así, si usted mantiene un bono simple hasta su vencimiento sabrá exactamente cuánto y cuándo

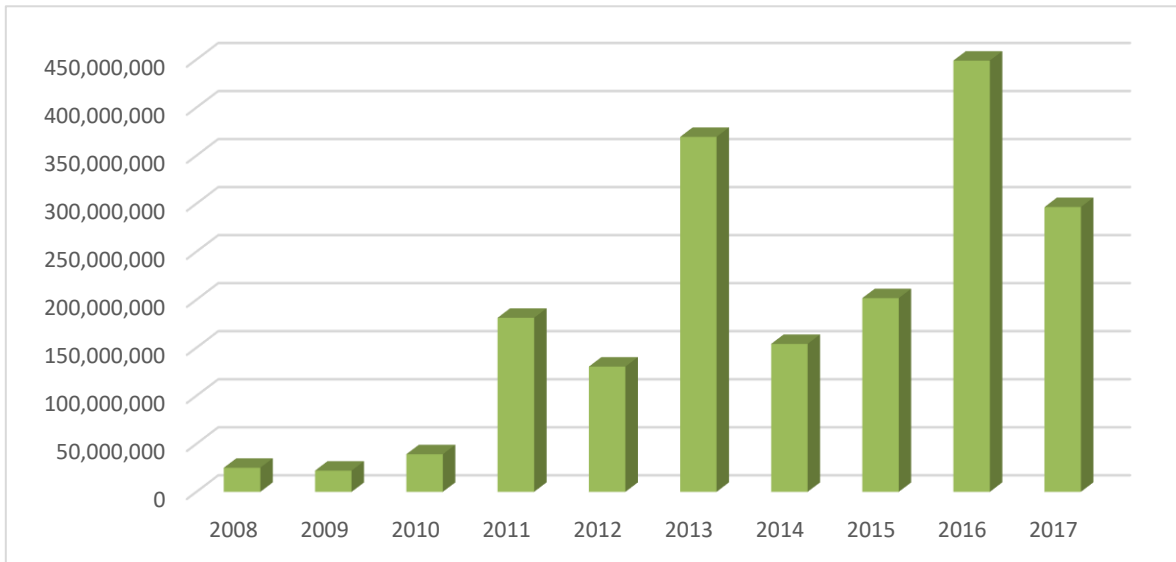
---

<sup>44</sup> EL DIARIO, Anónimo. 17 de marzo 2018

lo obtendrá, siempre y cuando la empresa u organismo emisor pueda hacer frente a sus pagos. Como la rentabilidad es conocida de antemano, el riesgo para el inversor es precisamente este posible incumplimiento por parte del emisor, conocido como riesgo de crédito o riesgo de insolvencia. El riesgo de insolvencia o de crédito es la probabilidad de que el emisor del título no pueda hacer frente a sus obligaciones: tanto el pago de cupones (intereses) como del reembolso o devolución del capital inicial prestado.

Para un inversionista individual puede resultar difícil realizar el análisis económico-financiero necesario para saber si un emisor (empresa privada u organismo público) podrá cumplir sus compromisos de pago dentro del tiempo fijado. Ese análisis es tarea de empresas especializadas de calificación. Estas empresas publican periódicamente la calificación o “rating” de los emisores de títulos de renta fija.

### GRAFICO 3 Bonos Bancarios Bursátiles



Fuente: Elaboración Propia con Datos de la Bolsa Boliviana de Valores

Cuanto más alta sea la calificación crediticia del emisor, menor es el riesgo de insolvencia estimado y por lo tanto, más segura la inversión. Por supuesto, se aplica la regla de riesgo/rentabilidad: Cuanto peor es la calificación crediticia, mayor es el

riesgo y por lo tanto mayor tendrá que ser la rentabilidad ofrecida para que un inversor se pueda interesar.

Las calificaciones otorgadas por las empresas especializadas pueden ajustarse con el tiempo, a la luz de cambios producidos en las empresas, en su competencia, en los mercados que participa o en la economía en general. Cabe destacar que ni las más prestigiosas empresas de calificación son infalibles y que nadie puede prever con certeza el futuro económico de una empresa u organismo oficial. Una buena calificación no es garantía absoluta contra el riesgo de insolvencia.

**Opción 2:** Vender el título a otro inversor en el mercado secundario. En este caso, el rendimiento que obtiene será la diferencia entre su precio de transmisión (venta) y su precio de adquisición. El riesgo para el inversor es que desconoce a qué precio podrá vender el título en el futuro.

Por ejemplo, si usted adquiere un bono a 10 años, pero resulta que siete años después necesita negociarlo para recuperar su capital inicial, tendrá que venderlo a otro inversionista en el mercado secundario. Puede obtener una ganancia, pero también puede perder. El precio de transmisión dependerá del mercado, es decir, de la demanda o del interés de otros inversores en su título. Esta demanda se ve afectada sobre todo por las tasas de interés del mercado, cuyo nivel está inversamente relacionado con el precio de los valores de renta fija.

A partir del año 2006 hasta la fecha se negociaron un total de \$us 83.411.249.977 millones. Esto se debe principalmente al incremento en las negociaciones con depósitos a plazo fijo. Las negociaciones están prácticamente concentradas en transacciones con depósitos a plazo fijo, cuyas negociaciones representan el 84% del total del monto operado durante las últimas gestiones.

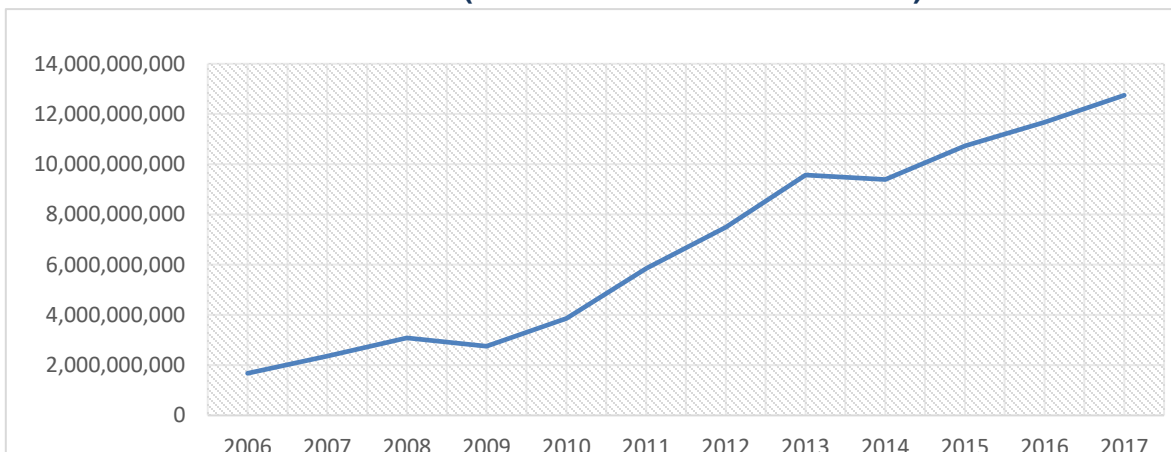


Los instrumentos de renta fija continúan siendo los más negociados (99,61%), mientras que los valores de renta variable sólo representan el 0,39% del total en 2017.

#### 4.2.1. Montos Operados Por Instrumentos

Los instrumentos de Renta fija son una de las principales características del mercado de valores boliviano, esto se explica por el incremento y la participación de los depósitos a plazo fijo que alcanzaron un grado de participación de más del 80% dentro de las operaciones de la bolsa. Se puede observar además en el gráfico (6), que tiene una tendencia ascendente y creciente, por lo que se induce a que la tendencia es el uso de instrumentos de corto plazo y la confiabilidad en el sistema financiero.<sup>45</sup>

**GRAFICO 4 Evolución Anual De Los Valores De Renta Fija Periodo 2006 – 2017 (En Dólares Estadounidenses)**

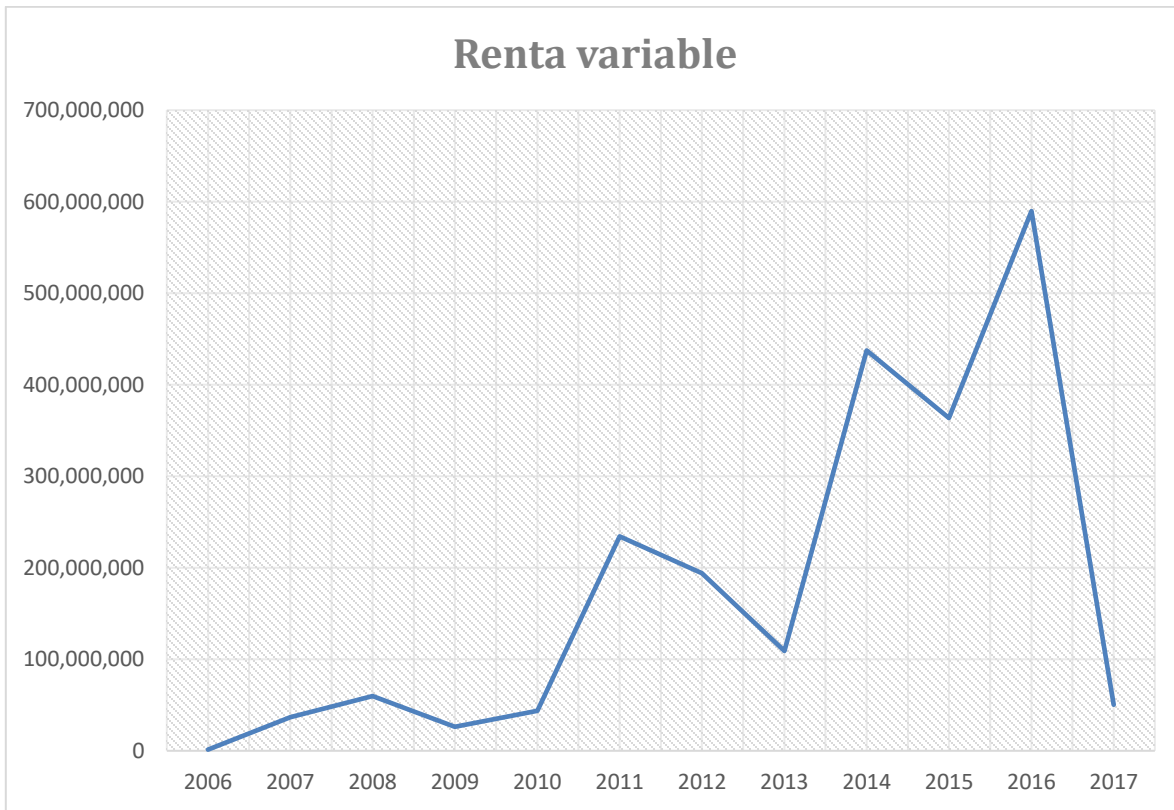


FUENTE: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

<sup>45</sup> MEMORIA 2014, Bolsa Boliviana de Valores

Pero también podemos observar, con respecto a los valores de renta variable tienden a tener ciclos, pero en el último periodo tuvo una caída significativa (grafico 5).

**GRAFICO 5 EVOLUCION ANUAL DE LOS VALORES DE RENTA VARIABLE PERIODO 2006 – 2017 (En dólares estadounidenses)**



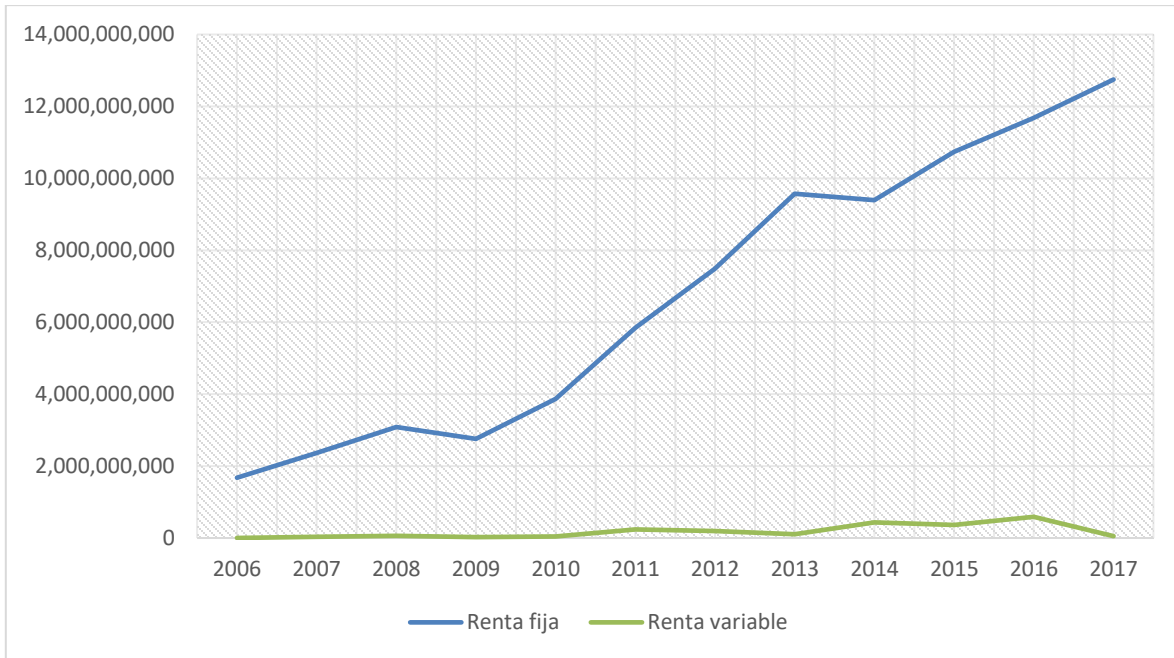
Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

Las acciones solo representan el 0.4% del total de las operaciones que realiza la bolsa, en 2006 la suma alcanzo tan solo a \$us 1.263.000, monto que en 2017 ha reducido drásticamente con un total de \$us 50.221.129. Con estos datos se puede explicar lo que está sucediendo en la Economía Boliviana, lo cual indica que las

empresas no acuden a dicho financiamiento debido a que aún no cuentan con la suficiente información para poder ser partícipes del mismo<sup>46</sup>.

La comparación entre las operaciones de renta fija y renta variable claramente es significativo debido que se puede entender hacia donde esta orientado el Mercado de Valores Boliviano, además es posible explicar el fenómeno que ocurre en el país, de que las empresas no están participando con preponderancia, sino que la mayor parte lo esta haciendo la misma Banca, emitiendo valores de renta fija que cubren un 60% del total de los montos operados, con los instrumentos ya mencionados que son los DPF. En la gráfica 6 se muestra la diferencia que existe entre los valores de renta fija y renta variable.

**GRAFICO 6 Evolución Anual De Los Valores De Renta Fija Y Renta Variable 2006 – 2017 (En Dólares Estadounidenses)**



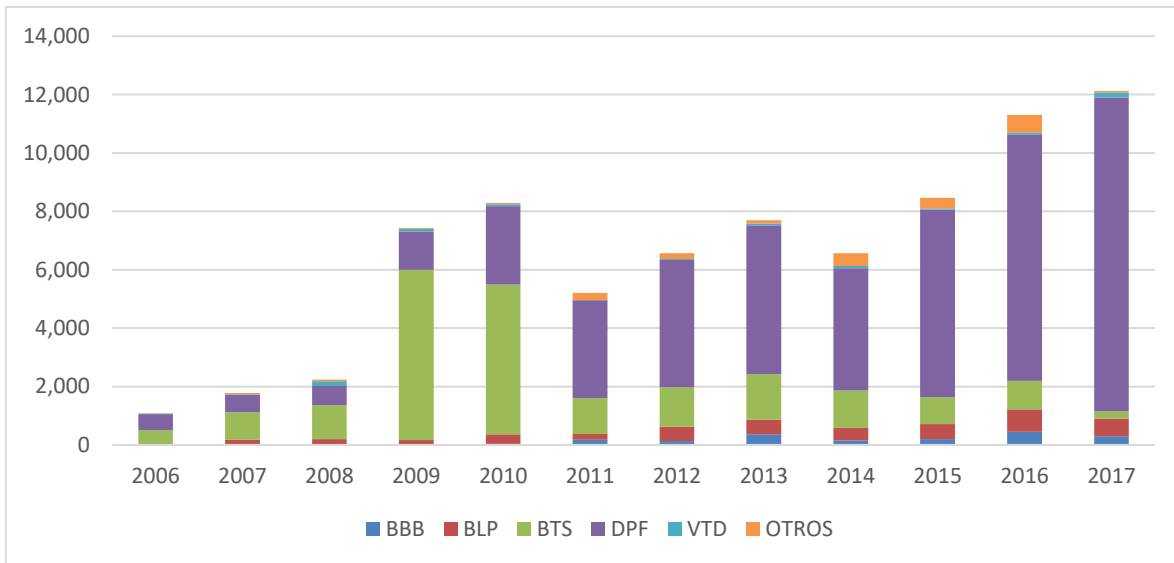
Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

<sup>46</sup> Surco Medrano, Elio. Factores determinantes de las inversiones bursátiles en acciones de la Bolsa Boliviana de valores, pp 52

Las operaciones en la Bolsa Boliviana de Valores con valores emitidos por el sector privado financiero (bonos bancarios y DPFs) representan la mayor participación dentro de las negociaciones realizadas durante los últimos siete años con más del 58%, a esta participación le siguen, pero con un amplio margen, las operaciones realizadas con valores emitidos por el sector privado no financiero (bonos de largo plazo, pagarés, valores de titularización, acciones y cuotas de participación) que representan el 6,96% de las negociaciones durante los últimos años. Por último y muy similar a los volúmenes operados en el sector privado no financiero, están las negociaciones con instrumentos emitidos por el sector público (letras del Banco Central de Bolivia, bonos y cupones del TGN) que representan en promedio 6,80% del total negociado en la Bolsa Boliviana de Valores entre los años de estudio.

### GRAFICO 7 Evolución Mensual Del Monto Operado Por Instrumento

(Equivalentes en millones de dólares estadounidenses)



Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

### 4.3. Agencias de Bolsa

Durante los últimos periodos de estudio, la agencia de bolsa que más transacciones realizó (compraventa y reporto) es Valores Unión S.A. Agencia de Bolsa filial del Banco Unión. También por segundo año consecutivo, esta agencia ocupa el primer puesto en negociaciones con pagarés emitidos por Pymes en el mecanismo de Mesa de Negociación. Por otro lado, la agencia que más operaciones realizó en renta variable es iBolsa Agencia de Bolsa S.A. A continuación, se presenta el detalle de los montos negociados durante el año por agencia de bolsa.

CUADRO 2

AGENCIA	COMPRADOR	VENDEDOR	TOTAL	
	MONTO NEGOCIADO	MONTO NEGOCIADO	MONTO NEGOCIADO	POSICION
<b>RENTA FIJA</b>				
<b>Compraventa</b>				
VUN	1.066.443.302	1.134.656.917	2.201.100.219	1
CBA	967.144.966	1.028.903.890	1.996.048.856	2
MIB	714.370.305	60z7.760.051	1.322.130.356	3
BIA	603.594.968	718.512.914	1.322.107.882	4
PAN	731.379.918	244.575.180	975.955.098	6
NVA	320.110.364	667.796.697	987.907.060	5
SZS	485.246.460	433.047.428	918.293.888	7
CAI	428.932.717	380.649.611	809.582.328	8
IBO	316.125.227	335.439.936	651.565.163	9
SUD	243.023.304	325.845.302	568.868.606	10
GVA	112.009.279	123.005.833	235.015.112	11
MAB	17.769.314	5.956.363	23.725.677	12
<b>Total general</b>	<b>6.006.150.122</b>	<b>6.006.150.122</b>		
<b>Reporto</b>				
VUN	1.155.454.429	2.007.865.292	3.163.319.721	1
BIA	815.194.403	879.171.310	1.694.365.712	2
NVA	1.016.068.214	649.464.300	1.665.532.514	3
CAI	564.089.944	1.004.622.805	1.568.712.749	4
PAN	1.042.483.305	124.000.527	1.166.483.832	5
CBA	890.163.098	257.164.477	1.147.327.575	6

EL ÍNDICE BURSÁTIL DE LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES

SZS	78.469.435	779.358.605	857.828.040	7
MIB	489.974.351	190.286.849	680.261.200	8
SUD	376.282.229	260.460.604	636.742.834	9
IBO	8.156.569	527.452.761	535.609.330	10
GVA	305.400.139	41.573.071	346.973.210	11
MAB	-	20.315.512	20.315.512	12
<b>Total general</b>	<b>6.741.736.114</b>	<b>6.741.736.114</b>		
<b>Compraventa y Reporto</b>				
VUN	2.221.897.731	3.142.522.209	5.364.419.940	1
CBA	1.857.308.064	1.286.068.367	3.143.376.431	2
BIA	1.418.789.371	1.597.684.224	3.016.473.595	3
NVA	1.336.178.578	1.317.260.996	2.653.439.574	4
CAI	993.022.661	1.385.272.416	2.378.295.077	5
PAN	1.773.863.223	368.575.707	2.142.438.930	6
MIB	1.204.344.656	798.046.901	2.002.391.556	7
SZS	563.715.895	1.212.406.033	1.776.121.928	8
SUD	619.305.533	586.305.907	1.205.611.440	9
IBO	324.281.796	862.892.697	1.187.174.493	10
GVA	417.409.417	164.578.905	581.988.322	11
MAB	17.769.314	26.271.875	44.041.189	12
<b>Total general</b>	<b>12.747.886.237</b>	<b>12.747.886.237</b>		
<b>Mesa de Negociación</b>				
VUN	1.658.503	1.738.821	3.397.324	1
PAN	154.273	368.996	523.269	2
BIA	490.816	-	490.816	3
NVA	-	287.000	287.000	4
IBO	91.224	-	91.224	5
<b>Total general</b>	<b>2.394.816</b>	<b>2.394.817</b>		
<b>RENTA VARIABLE</b>				
<b>Compraventa</b>				
IBO	1.024.547	37.117.527	38.142.073	1
PAN	20.756.877	1.617.803	22.374.680	2
BIA	16.824.637	1.108.973	17.933.611	3
CBA	2.819.656	3.559.733	6.379.389	4
MIB	3.073.174	1.347.170	4.420.344	5
SZS	2.002.892	2.002.892	4.005.783	6

CAI	1.192.388	1.192.388	2.384.776	7
SUD	28.061	1.651.313	1.679.374	8
VUN	1.020.408	601.810	1.622.219	9
NVA	1.478.489	21.521	1.500.010	10
<b>Total general</b>	<b>50.221.129</b>	<b>50.221.129</b>		

Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

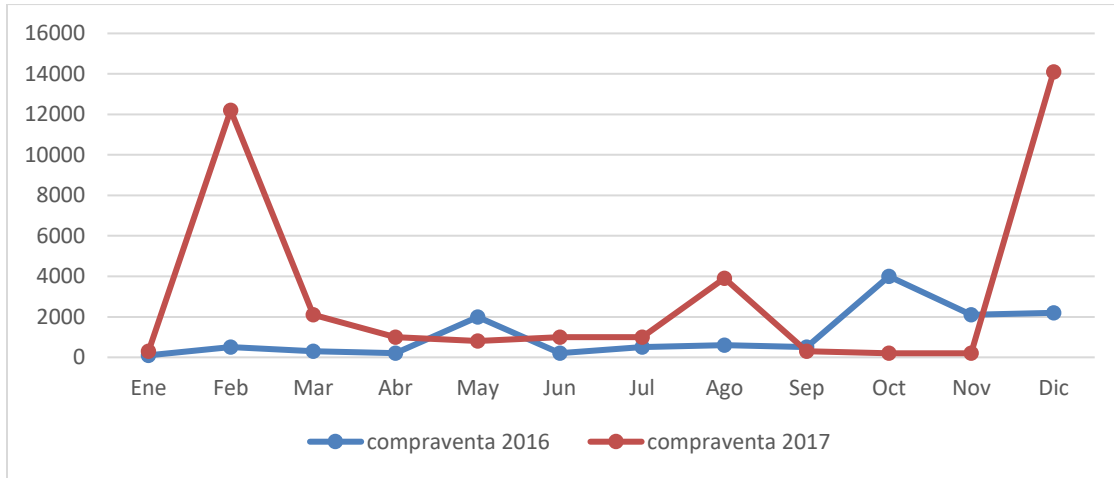
**Nota:** Para conocer las abreviaciones utilizadas, por favor revisar la sección de Abreviaturas, Siglas y Acrónimos

#### 4.4. Volumen de Valores Negociados y Número de Operaciones

##### 4.4.1. Cantidad de Valores Negociados

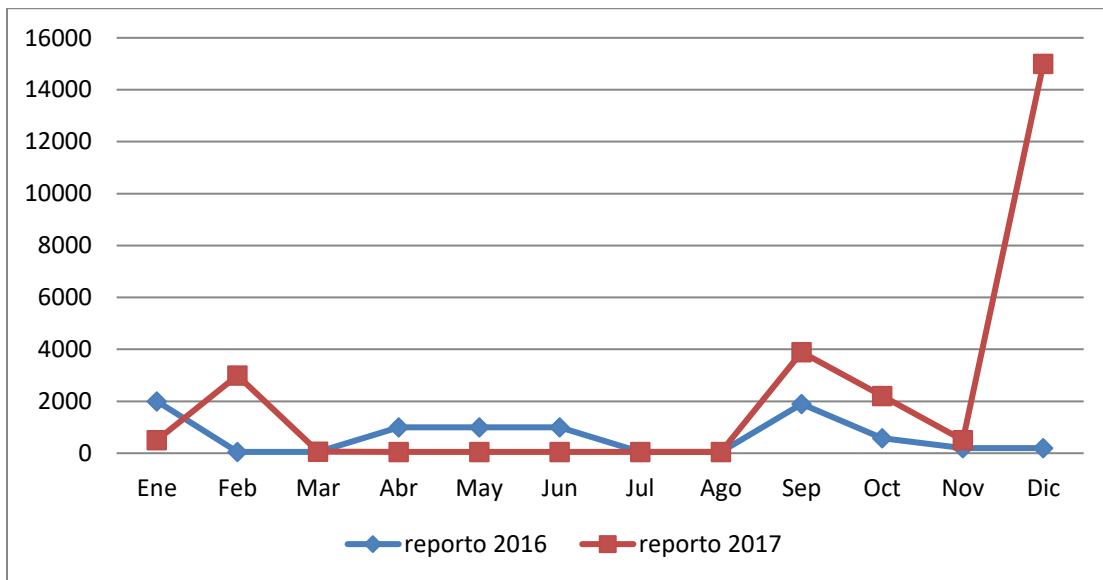
A continuación, se muestra la evolución mensual de la cantidad de valores negociados durante la gestión 2017. Durante la gestión 2017, se negociaron 33.956.239 valores en compraventa, registrándose un incremento del 90,64% con respecto a la gestión pasada. En cuanto a la cantidad de valores negociados en reporto, éstos registran un crecimiento aún mayor (195,33%) respecto al 2016, llegándose a negociar un total de 20.974.201 valores. Ambos incrementos reflejan que, si bien no hubo un crecimiento significativo en cuanto a los montos negociados en la Bolsa Boliviana de Valores para el periodo 2017, hubo una mayor circulación de valores. A continuación, se muestra la evolución mensual de la cantidad de valores negociados durante las gestiones 2016 y 2017, por tipo de operación.

**GRAFICO 8 Evolución Mensual De La Cantidad De Valores Negociados En Bolsa Por Tipo De Operación 2016 y 2017 (En Miles)**



Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

**GRAFICO 9**



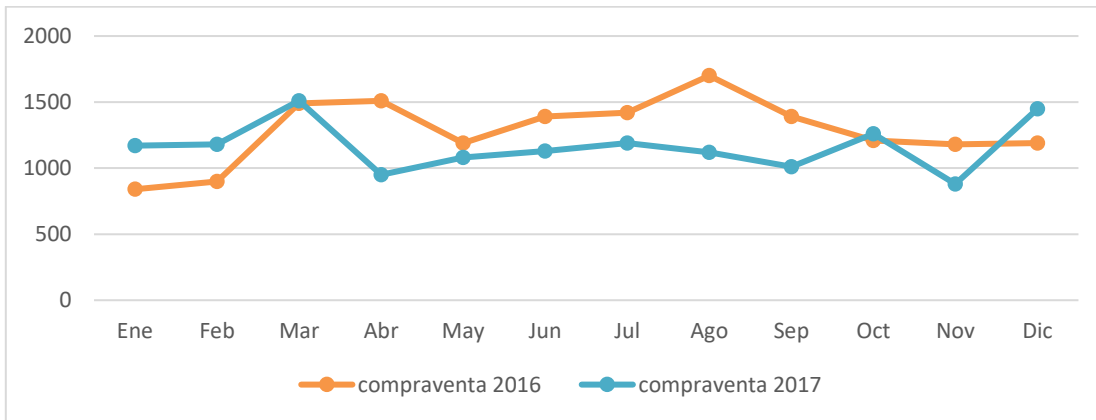
Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores



#### 4.4.2. Número de Operaciones Registradas

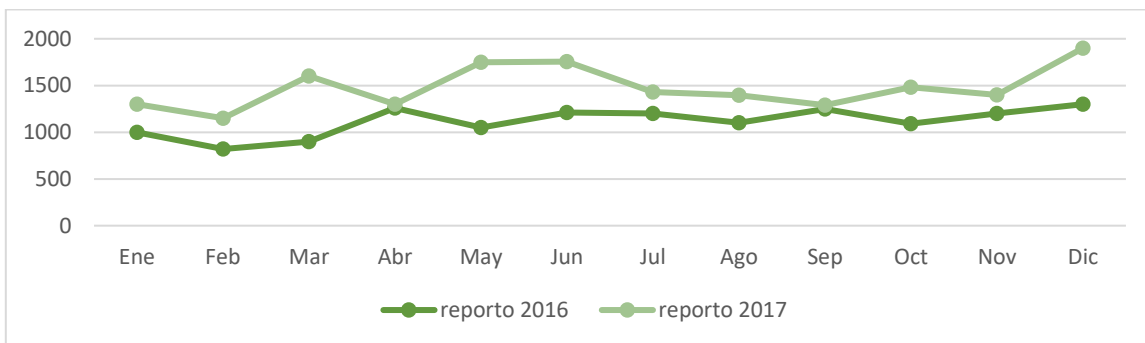
El número de operaciones registradas en compraventa presentó una caída del 7,38% con relación a la gestión anterior, pasando de 15.174 a 14.054 operaciones. Mientras que el número de operaciones registradas en reporto creció en 30,14%, pasando de 13.440 a 17.491 operaciones entre el 2016 y 2017. A continuación, se muestra la evolución mensual del número de operaciones registradas durante las gestiones 2016 y 2017, por tipo de operación.

**GRAFICO 10 Evolución Mensual Del Número De Operaciones Registradas En Bolsa Por Tipo De Operación 2016 Y 2017**



Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

**GRAFICO 11**

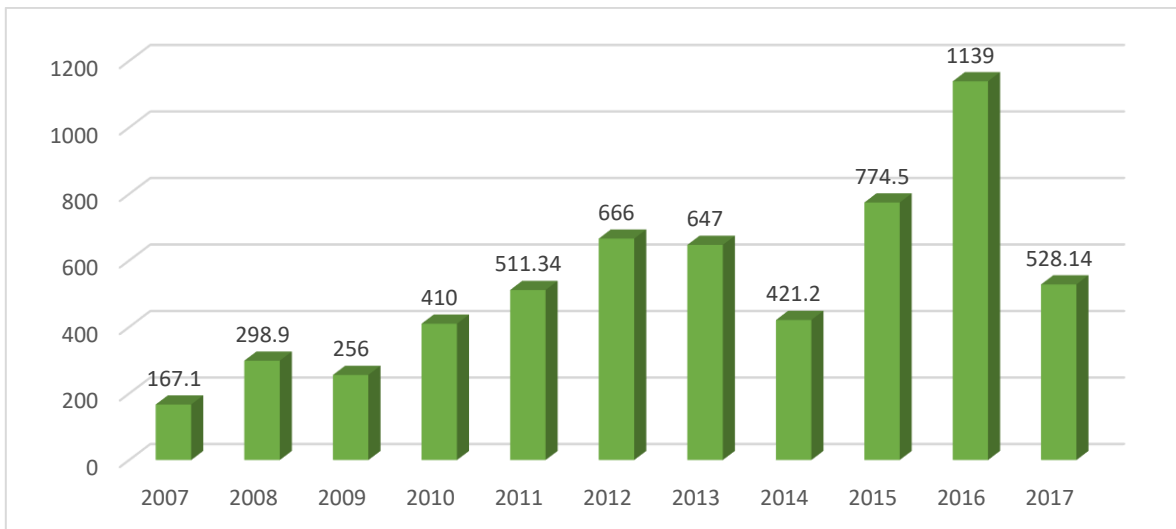


Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

#### 4.4.3. Mercado Primario

En mercado primario se negocian aquellos valores que son emitidos y transados por primera vez en el mercado de valores; representa el financiamiento que cada empresa emisora obtiene de la colocación de sus valores, es decir la venta de sus valores a los inversionistas compradores a través de los mecanismos de negociación de la Bolsa Boliviana de Valores.

**GRAFICO 12 Evolución Del Monto Financiado En Mercado Primario En Ruedo**  
(Equivalentes En Millones De Dólares Estadounidenses)



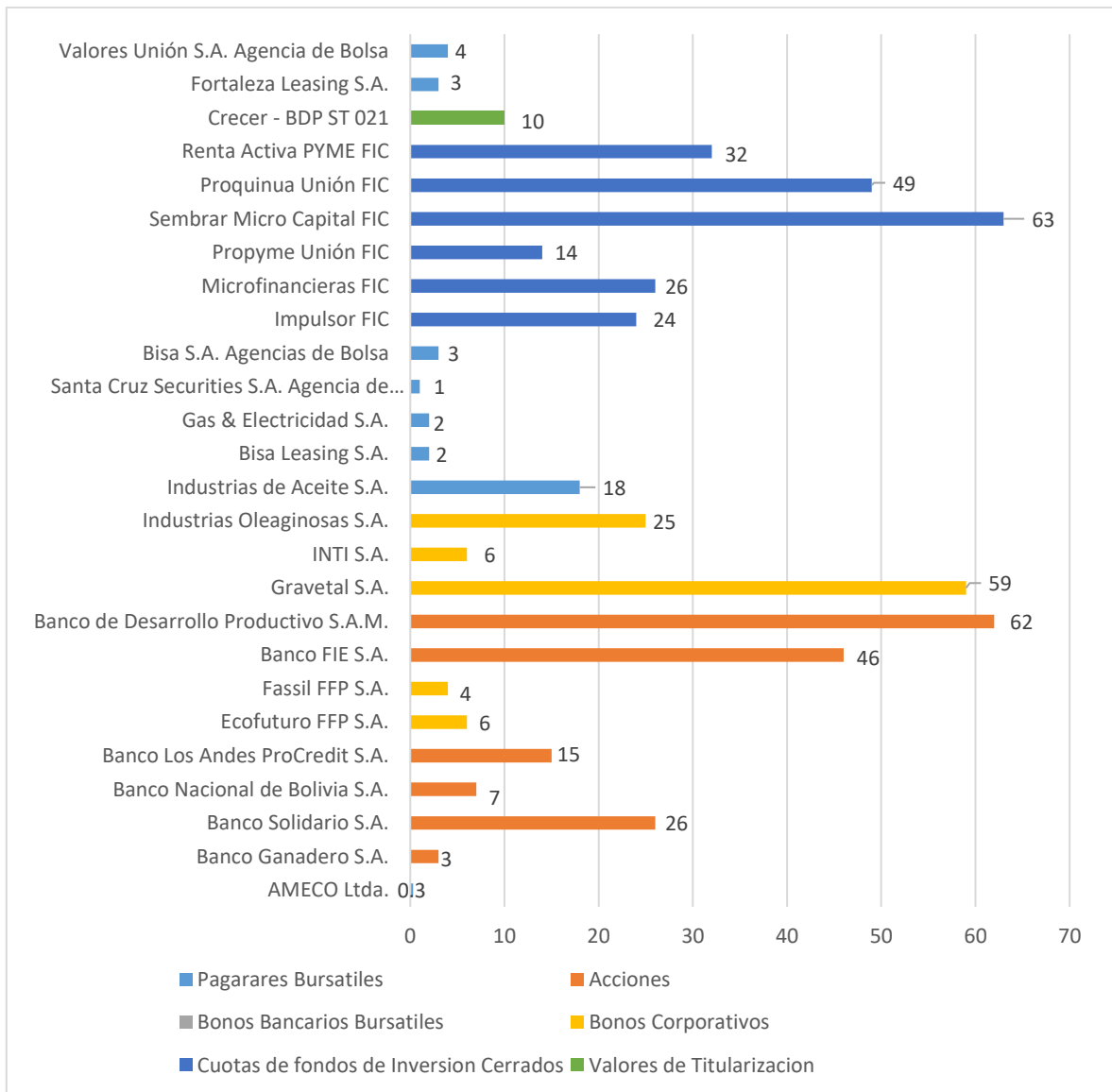
Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

En el año 2010 el 56% corresponden a la colocación de los Bonos emitidos por el Ingenio Sucroalcoholero AGUAI S.A., seguidos por la colocación de los Valores de Titularización de Contenido Crediticio Coboce - Bisa ST Flujos Futuros 002, que representan el 10% del total colocado. De estas emisiones, el 54% del financiamiento empresarial se realizó a plazos iguales o mayores a 5 años, y el 56% de las emisiones fueron en moneda nacional.

En el gráfico 15 se muestra la colocación en el mercado primario de los valores según instrumento respecto a la gestión 2011.

**GRAFICO 13 Colocación de Valores en Mercado Primario en Ruedo durante el año por Emisor e instrumento**

**(Equivalentes en millones de dólares estadounidenses)**



Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

En la gestión 2011, se registraron operaciones en mercado primario por \$us 511,34 millones, de este monto \$us 7,01 millones pertenecen a la Colocación de Acciones en Mercado Primario Especial. El monto restante, \$us 504,33 millones, corresponde a la Colocación Primaria en Ruedo, este monto representa 23% más que las operaciones registradas la gestión pasada. Dentro de estas operaciones, el 41,4% corresponden a la colocación de Cuotas de Participación de Fondos de Inversión Cerrados, seguidos por la colocación de Bonos Bancarios Bursátiles, que representan el 29,6% de todos los valores colocados. De las emisiones en Renta Fija, el 32% del financiamiento empresarial se realizó a plazos iguales o mayores a 5 años, y el 68% de las emisiones fueron en moneda nacional.

Durante el año 2012, las operaciones en mercado primario bordean los \$us 666 millones (73% corresponde a títulos de Renta Fija y 27% a títulos de Renta Variable), de esta manera el aporte del mercado de valores al financiamiento empresarial creció en 30,2%. Dentro de estas operaciones las mayores colocaciones fueron registradas por los Bonos Corporativos de la empresa Telecel S.A., con el 29% del total colocado, seguida por la colocación de las Cuotas del Fondo de Inversión Cerrado Sembrar Alimentario, que representa el 10,1% de todos los valores colocados en Bolsa durante este año.<sup>47</sup>

De las emisiones en Renta Fija, el 42% del financiamiento empresarial se realizó a plazos iguales o mayores a 5 años, y el 76% de las emisiones fueron en moneda nacional.

En la gestión 2013 las operaciones en mercado primario bordean los \$us 647 millones, este monto representa una negociación menor en 2,9% respecto a lo negociado en el año 2012 (\$us 666 millones). Dentro de estas operaciones las mayores colocaciones fueron registradas por los Bonos Corporativos emitidos por

---

<sup>47</sup> Memoria 2006 - 2012, Bolsa Boliviana de Valores

la empresa Transierra S.A., con el 21,3% del total colocado, seguida por las colocaciones de los Bonos Bancarios Bursátiles del Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. y de las Cuotas de Participación del Fondo de Inversión Cerrado Renta Activa Emergente, que representan el 11,5% y el 6,3% de todos los valores colocados en Bolsa durante el 2013. De las emisiones en Renta Fija, el 52% del financiamiento empresarial se realizó a plazos iguales o mayores a 5 años, y el 68% de las emisiones fueron en moneda nacional.

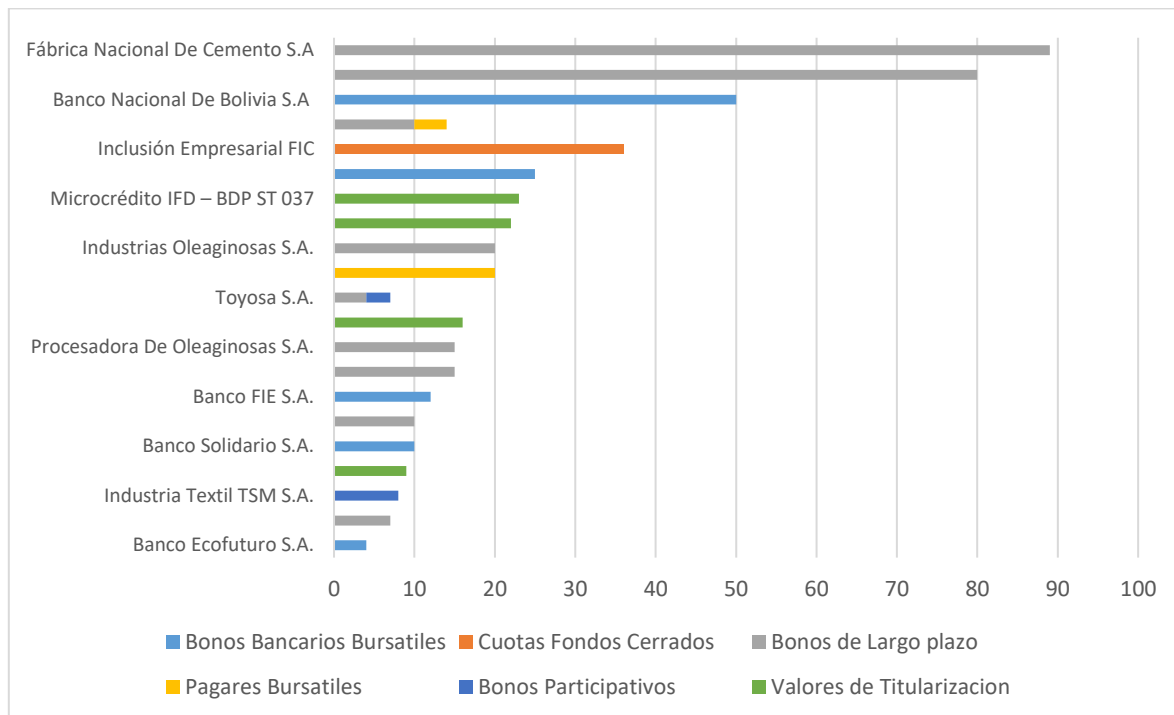
En la gestión 2014, las operaciones en mercado primario llegaron a los \$us421,2 millones, registrando una disminución del 34,9% respecto a lo negociado en la gestión 2013 (\$us647 millones). Dentro de estas operaciones, las mayores colocaciones fueron registradas por las Cuotas de Participación del Fondo de Inversión Cerrado K12 administrado por Marca Verde SAFI, con el 16,8% del total colocado, seguido por las Cuotas de Participación del Fondo de Inversión Cerrado PyME II administrado por Fortaleza SAFI y por los Bonos de Largo Plazo emitidos por la empresa COBEE S.A., cada una de estas colocaciones representa el 10,3% del total colocado en Bolsa durante este año. El gráfico a continuación, muestra a los emisores en Bolsa y los valores que colocaron durante la gestión 2014.

En la gestión 2015 las operaciones en mercado primario llegaron a los \$us 774,5 millones. Dentro de estas operaciones, las mayores colocaciones fueron registradas por las cuotas de participación del Fondo de Inversión Renta Activa Puente FIC de Capital Privado administrado por Santa Cruz Investment SAFI, con el 17,6% del total colocado, seguido por los bonos corporativos de TELECEL S.A. y las cuotas de participación del Fondo Crecimiento FIC administrado por Alianza SAFI, cada una de estas colocaciones representa el 13,2% y el 10,9% del total colocado en Bolsa. Durante este año el financiamiento a través del mercado de valores fue de \$us1.139 millones, 47,1% más que el monto registrado en la gestión 2014 (\$us774,5 millones). El mayor monto financiado durante el año corresponde a la colocación de

las cuotas de participación de Global FIC, administrado por Nacional SAFI, representando el 9,1% del total colocado, seguido por las colocaciones de las cuotas de participación de Cap FIC, administrado por Marca Verde SAFI, y de los bonos bancarios bursátiles del Banco Mercantil Santa Cruz S.A., ambas colocaciones con una participación del 7,1% del total de valores colocados.

En el último periodo de investigación El financiamiento directo a través del mercado de valores para el 2017 es de \$us528,14 millones. Las empresas que registran los mayores montos colocados en mercado primario son Fábrica Nacional de Cemento S.A. y Telefonía Celular de Bolivia S.A. (Telecel), cuyas emisiones de bonos representan el 16,76% y 15,10% respectivamente, del total de valores negociados en mercado primario durante la gestión.

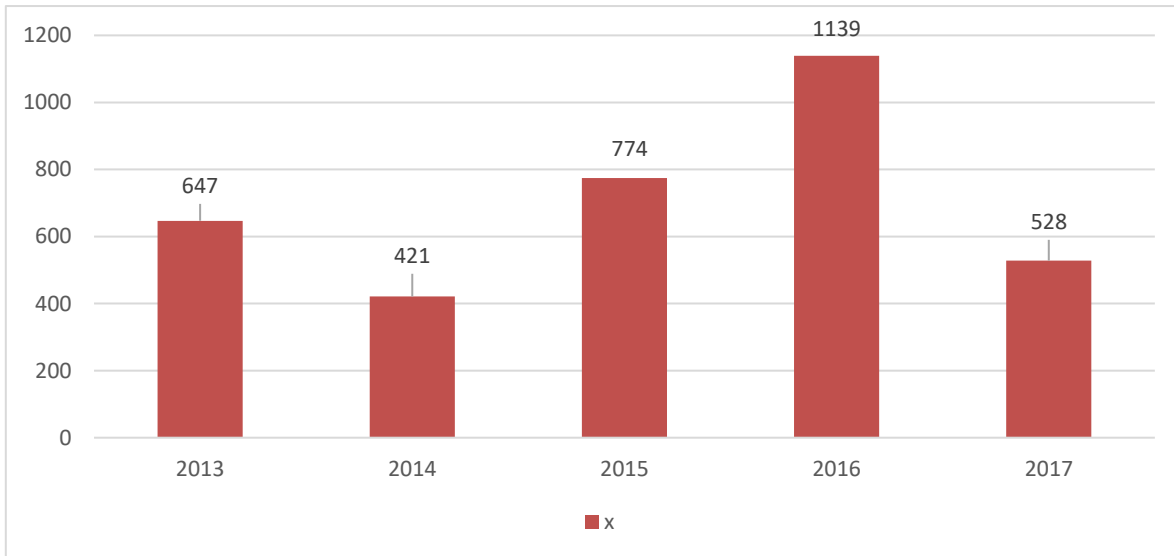
**GRAFICO 14 Colocación De Valores En Mercado Primario Por Emisor e Instrumento** (Equivalentes En Millones De Dólares Estadounidenses)



Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

La caída registrada en mercado primario, es decir, la reducción en los montos inscritos en valores durante este año, es producto de la coyuntura económica del país marcada por una disminución de la liquidez y por un incremento en las tasas pasivas en el sistema financiero, incentivando a los inversionistas a optar por mantener su dinero en productos bancarios. Contexto que estuvo acompañado por la emisión de diferentes normativas que afectaron el ingreso de nuevas inscripciones de valores. A continuación, se presenta la evolución del monto financiado en mercado primario desde la gestión 2013.

**GRAFICO 15 Evolución Del Monto Financiado En Mercado Primario En Ruedo**  
(Equivalentes En Millones De Dólares Estadounidenses)



Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

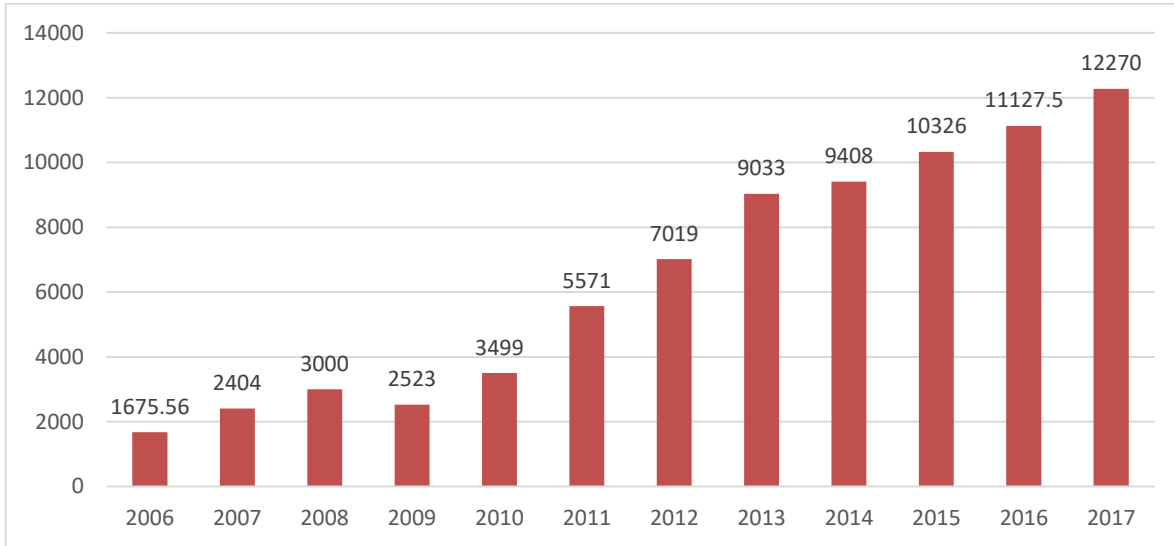
#### 4.4.4. Mercado Secundario

Las negociaciones en mercado secundario se realizan con valores ya emitidos, es decir aquellos valores que se negocian luego de su colocación.

En la siguiente grafica se puede observar la evolución del mercado secundario a partir del 2006 hasta el 2017.

**GRAFICO 16 Operaciones En Mercado Secundario Periodo 2006 - 2017**

(Equivalentes En Millones De Dólares Estadounidenses)



Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

Un dato en particular sería observar la caída en el año 2009, Si bien se tuvo una gestión buena, ésta se vio limitada por dos factores. Primero, la agresiva política monetaria del Ente Emisor ocasionó un menor volumen de emisiones de bonos y letras transables. Segundo, la fusión de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros con la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras dio origen a un nuevo regulador denominado Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, transición que produjo un importante retraso en las aprobaciones de emisiones programadas. Todo esto ocasionó una disminución del total negociado en Bolsa que el 2009 alcanzó \$us2,783 millones, es decir un 12% menos que lo negociado la gestión pasada que iba en constante crecimiento<sup>48</sup>

<sup>48</sup> Memoria Anual de la Bolsa Boliviana de Valores, pp 7-8

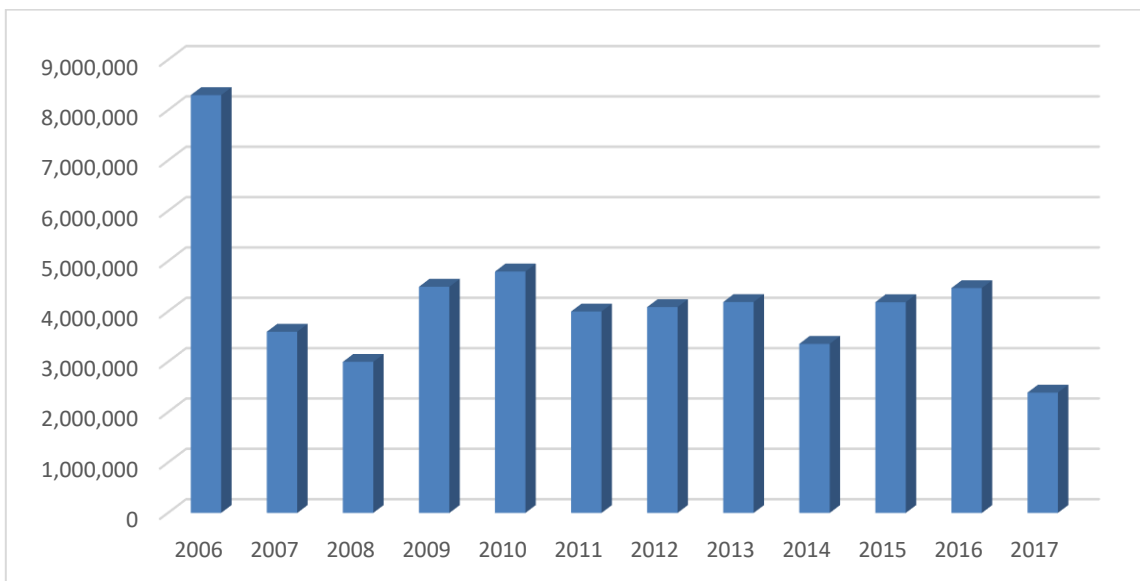


#### 4.4.5. Financiamiento a PYMES

##### 4.4.5.1. Pagares en Mesa de Negociación

La Mesa de Negociación Pyme es un mecanismo de negociación creado por la Bolsa Boliviana de Valores para operaciones con instrumentos destinados exclusivamente al financiamiento de Pymes a través de la emisión de pagarés. Este instrumento permite financiar capital de operaciones hasta un plazo de 270 días; los valores no requieren una calificación de riesgo, sin embargo, la norma exige que la Pyme cuente con estados financieros de las dos últimas gestiones con Dictamen de Auditoría Externa.<sup>49</sup>

**GRAFICO 17 Montos Operados en Mesa de Negociación (2006-2017)**  
(Expresado en Dolares estadounidenses)



Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

Se puede apreciar en el grafico un dato en particular, en la gestión 2006, disminuyo drásticamente los pagarés en mesa de negociación debido a que muchas de las empresas que participaban no pudieron adecuarse a la nueva normativa para

<sup>49</sup> Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, Mesa de Negociación – Cartillas por la Ex Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.

emisores de mesa de negociación. Posteriormente para la gestión 2007 continuo bajando debido a las nuevas normas que hacían difícil la estructuración de valores para PyMes.<sup>50</sup>

Los pagarés en mesa de negociación va de acuerdo al siguiente cuadro, donde se observa el índice pyme que refleja el tamaño de la empresa. También se observa que las tasas de rendimiento oscilan entre en 4,5% y el 6,8% respectivamente con lo cual se podría inducir que son tasas muy atractivas para los inversionistas.

**CUADRO 3 Negociaciones De Pagarés En Mesa De Negociación Durante El Año (Equivalentes En Dólares Estadounidenses)**

MON	PYME	INDICE PYME	ESTRATO EMPRESARIAL	MONTO NEGOCIADO	TASAS DE RENDIMIENTO PROMEDIO PONDERADAS	
					MINIMO	MAXIMO
\$us	Compañía Americana de Construcciones S.A.	0,74	Mediana	287.000	4,92%	4,92%
	Impresiones Quality S.R.L.	0,29	Mediana	626.816	4,91%	5,40%
	Quinoa Foods Company S.R.L.	0,56	Mediana	116.296	5,00%	5,40%
Bs	Inversiones Inmobiliarias Irala S.A.	0,19	Mediana	240.000	5,40%	5,88%
	Impresiones Quality S.R.L.	0,29	Mediana	988.874	4,92%	5,45%
	Quinoa Foods Company S.R.L.	0,56	Mediana	26.531	5,40%	5,40%
	Inversiones Inmobiliarias Irala S.A.	0,19	Mediana	109.300	5,88%	6,84%

TOTAL

2.394.817

Fuente: Elaboración Propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

<sup>50</sup> Memoria Anual, Bolsa Boliviana de Valores, 2006, pp 34

#### 4.4.6. MERCADO ELECTRONICO

Con el objetivo de ampliar la cobertura del mercado bursátil y atraer a nuevos inversionistas que residen en otras ciudades del país, la Bolsa ha implementado un sistema de negociación electrónico denominado SMART-BBV, que permite que las negociaciones de valores se realicen en forma electrónica y remota. Este sistema aportara al desarrollo del mercado de valores nacional puesto que permitirá a las agencias de bolsa, independientemente de su ubicación geográfica, realizar operaciones en el mercado de valores, facilitando el ingreso de nuevos participantes. En resumen, las ventajas de contar con un sistema electrónico son:

- Amplia la cobertura del mercado de valores con la participación de agencias de bolsa en el interior del país.
- Permite el acceso de nuevos inversionistas, ampliando así la oferta de recursos para las empresas y mejorando la liquidez del mercado.
- Reduce ineficiencias en formación de precios y asegura así un precio justo para los valores.
- Mejora y amplía la oferta de servicios de información de la Bolsa.

La implementación del sistema de negociación electrónica en su primera fase contempla la implementación de los mecanismos de negociación de Subasta Doble Competitiva para los mercados de renta fija y renta variable con títulos seriados, Mesa de Negociación y Subasta de acciones a la venta. Sin embargo, durante la primera fase las operaciones que se efectúen en los mecanismos de Mesa de Negociación y Subasta de acciones de venta se realizaran utilizando los

procedimientos de contingencia, es decir que se seguirán negociando en el Piso de Negociación.

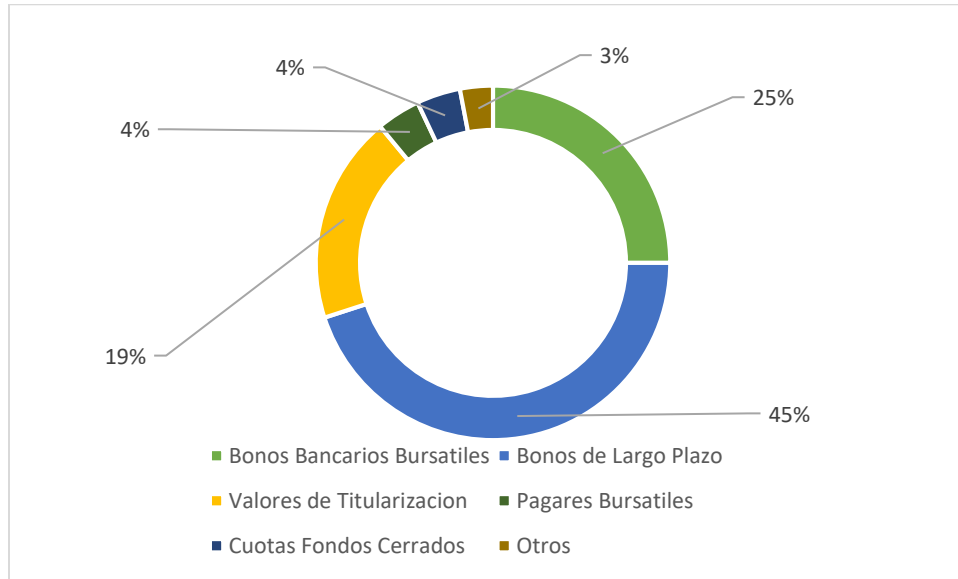
A través de estos mecanismos se negocian todos los valores registrados en Bolsa que tienen la característica de ser seriados (bonos bancarios bursátiles, bonos de largo plazo, bonos municipales, valores de titularización, pagares bursátiles, bonos y cupones del tesoro no emitidos en Operaciones de Mercado Abierto del BCB, además de las acciones y cuotas de fondos cerrados).

La implementación del sistema de negociación electrónica SMART-BBV inicia su primera fase en agosto 2016, con la puesta en marcha de los mecanismos de Subasta Doble Competitiva de valores de renta fija seriados y Subasta Doble Competitiva de valores de renta variable.

Durante el año 2017, las negociaciones realizadas en los mecanismos implementados para mercado secundario, dentro de la plataforma electrónica SMART-BBV ascienden a \$us191.30 millones, de los cuales el 44,68% está representado por negociaciones con bonos de largo plazo. A continuación, el detalle de los valores negociados en el sistema de negociación electrónica.

**GRAFICO 18 Composición De Las Negociaciones En El Mercado Electrónico Smart-BBV Por Instrumento**

**Renta Variable Y Renta Fija**



FUENTE: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

**4.5. INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES**

Los inversionistas institucionales son entidades financieras que administran grandes cantidades de dinero para invertirlo en títulos valores. Se constituyen en los inversionistas más importantes dentro del mercado de valores, pues administran y concentran el ahorro de un gran número de personas que, a travez de la Bolsa, puede ser canalizado hacia la inversión productiva. Los inversionistas institucionales en Bolivia están constituidos por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs) y las Compañías de Seguros.

#### 4.5.1. ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFPs)

##### 4.5.1.1. Fondo de Capitalización Individual (FCI)

###### a. CARTERA

La cartera del FCI registró \$us15,830.12 millones, De este monto, BBVA Previsión AFP S.A. administra el 53.03% (\$us8,393.95 millones), mientras que el restante 46.97% es administrado por Futuro de Bolivia S.A. AFP (\$us7,436.17 millones). A continuación la evolución de la cartera administrada por las AFPs.

**GRAFICO 19 Cartera Total Del FCI Al 31 De Diciembre De 2017**

**Expresado En Millones De Dólares Estadounidenses**



Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por las AFPs.

###### b. Composición de las inversiones

Más de la mitad de la cartera administrada por las AFPs (54,48%) está destinada a financiar al sistema financiero nacional (Depósitos a plazo fijo y bonos bancarios bursátiles). El 28,51% representa inversiones en valores públicos (bonos y cupones del Tesoro General de la Nación, y letras del Banco Central de Bolivia). El 6,97% de

las inversiones realizadas por las AFPs están destinadas al sector empresarial de nuestro país (bonos de largo plazo, valores de titularización y pagarés bursátiles). Es así como las inversiones que realizan las AFPs aportan en gran magnitud al desarrollo del mercado de valores nacional y al financiamiento de las empresas del país.

“La cartera total de los inversionistas institucionales registró al último periodo de investigación \$us19,242.86 millones, de los cuales el 52.30% está invertido en valores del sistema financiero (DPFs y bonos bancarios bursátiles), mientras que la inversión en valores públicos (bonos y cupones del Tesoro General de la Nación y letras del Banco Central de Bolivia), representa el 23.79%. El 6.91% está invertido en el sector empresarial (acciones, bonos corporativos, pagarés bursátiles y bonos participativos). Se destaca el importante rol que tienen las AFPs en cuanto a inversión se refiere, considerando que tiene una participación del 82.23% en el total de la cartera de los inversionistas institucionales”<sup>51</sup>

### **c. Rendimiento**

El nivel de los rendimientos nominales tanto de las AFPs, presentó una tendencia a la baja respecto a los rendimientos registrados durante los años 2015 y 2016. Esta caída, por una parte, se debe a las tasas de interés ofrecidas por los títulos del TGN (alrededor del 3% a 30 años) y por los valores del sector privado (entre 4% y 6,5% a 10 años). Los aportes que son administrados por las AFP son invertidos en bonos del TGN, depósitos a plazo fijo (DPF) y bonos de empresas que son colocados en Bolsa; y la rentabilidad obtenida por estas inversiones determina la rentabilidad de la cartera administrada por las AFPs.

---

<sup>51</sup> LA BOLSA, REPORTE DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES, 2017

#### **4.5.2. SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN (SAFIs)**

Las SAFIs registraron una cartera de alrededor de \$us2,776.02 millones en el último periodo de investigación. El 54.13% de la cartera pertenece a los fondos de inversión cerrados (FICs) y el porcentaje restante pertenece a la cartera de los fondos de inversión abiertos (FIAs).

En cuanto al número de participantes, las SAFIs cuentan con 83,653 participantes, y el 99.86% de los participantes pertenecen a los FIAs (83,534 participantes).

#### **4.5.3. COMPAÑÍA DE SEGUROS**

La cartera de las aseguradoras (“Seguros Generales” y “Seguros Personales”) al 30 de noviembre de 2017 incrementó en 2.22%, respecto al 31 de diciembre de 2016, llegando a \$us636.73 millones, debido principalmente a un crecimiento en otras inversiones con 86,11% más que la gestión pasada (bienes raíces, terrenos para construcción de vivienda y rentistas) y en las inversiones en DPFs con el 22,62%.

#### **4.5.4. CARTERA TOTAL DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES**

En el siguiente cuadro se detalla la cartera global de los inversionistas institucionales, que en total alcanza los \$us19.242,86 millones invertidos en diferentes valores y activos fijos (para el caso de las compañías de seguros). En general se observa que, del total de esta cartera, el 52,30% está destinado a financiar al sector bancario (depósitos a plazo fijo y bonos bancarios bursátiles). El 23,79% está financiando al sector público nacional (bonos y cupones del Tesoro General de la Nación, letras del Banco Central de Bolivia y letras prepagables del Banco Central de Bolivia), sólo el 7,50% de la cartera está destinada a financiar directamente al sector empresarial del país (acciones, bonos de largo plazo y



participativos, pagarés y valores de titularización). Finalmente, el 7,52% de la cartera está invertida en cuotas de fondos de inversión cerrados.

Se puede apreciar que las SAFIs tienen concentradas las inversiones de los fondos de inversión abiertos y cerrados que administran en DPFs. En cambio las compañías de seguros, mantienen sus inversiones en inversiones en el extranjero, bienes raíces, terrenos y rentistas, seguido por las inversiones en DPFs.

#### CUADRO 4

##### **Cartera de inversionistas institucionales por instrumento (Expresado en miles de dólares estadounidenses)**

Valores	fondos de pensiones	Fondos de inversión (1)	Compañía de seguros (2)	Total inversionistas institucionales	% de Participación
Depósitos a Plazo Fijo	8.211.149	1.019.665	132.756	9.363.570	48,66%
Cuotas de Participación	4.513.383	58.091	5.598	4.577.072	23,79%
Cuotas de Fondos Cerrados	1.403.252	-	44.039	1.447.291	7,52%
Bonos Corporativos	1.011.767	193.107	90.978	1.295.852	6,73%
Otros(3)	-	877.490	258.979	1.136.469	5,91%
Bonos Bancarios Bursátiles	413.292	230.082	56.923	700.297	3,64%
Liquidez	179.576	369.229	25.337	574.142	2,98%
Valores de Titularización	85.467	18.167	11.198	114.832	0,60%
Acciones	-	5.248	9.856	15.104	0,08%
Pagares Bursátiles	6.502	4.192	1.065	11.759	0,06%
Bonos Participativos	5.729	748	-	6.477	0,03%
<b>Total</b>	<b>15.830.117</b>	<b>2.776.017</b>	<b>636.729</b>	<b>19.242.863</b>	<b>100,00%</b>
% de Participación	82,26%	14,43%	3,31%	100,00%	

(1) La Cartera total correspondiente a fondos de inversión toma en cuenta FIAs y FICs.

(2) Información a noviembre 2017, última información disponible en el sitio web de la APS.

(3) Otros: Fondos de Inversión: Valores comprados en reporto, valores extranjeros y otros. Cias. de Seguros: Bonos soberanos de Bolivia y otras inversiones en el extranjero, bienes raíces, terrenos para construcción de vivienda y rentistas.

## CAPITULO V

### MARCO PRÁCTICO

#### 5.1. PLANTEAMIENTO

Con la finalidad de comprender la importancia de tener un Indicador referente para comprender las operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores se calcula la Tasa Promedio Ponderada.

#### 5.5. TASA PROMEDIO PONDERADA

La Tasa de Promedio Ponderado de la Bolsa de Valores es el cálculo promedio de todas las tasas multiplicado por su respectivo precio de valor en que se compraron y vendieron los diferentes títulos dentro de los mecanismos de negociación (Reporto y Compraventa) en ruedo de la bolsa.

##### 5.5.1. Reporto (títulos de deuda)

El reporto es una operación usual en el mercado de deuda, mediante la cual el reportado (intermediario) entrega al reportador (inversionista), títulos de crédito a cambio de su precio actual, con el compromiso de recomprarlos en un plazo anterior al vencimiento de los títulos, por el mismo volumen y al mismo precio de adquisición, más un premio que otorga el reportado, equivalente a una tasa de rendimiento por los días de la operación.

Es importante destacar que los de derechos y opciones que conlleven los títulos durante el plazo del reporto, son propiedad del reportado.

##### 5.5.2. Características del Reporto

- **Monto:** Es la cantidad que se estipuló por ambas partes para la operación.

- **Plazo:** Hasta un día previo al vencimiento.
- **Premio:** Tasa la que se pacta al momento de la operación.
- **Instrumentos:** Sólo se pueden reportar instrumentos Gubernamentales o avalados por un banco.

## 5.6. CALCULO DE LA TASA PROMEDIO PONDERA (TPP) POR PLAZOS

Las tasas Promedio ponderas en Bolivia ayudan a calcular las ratios entre las tasas en que se operaron los títulos de renta fija diariamente, debido a que la gran característica de la Bolsa Boliviana de Valores son Las operaciones de Reporto y Compraventa. Ambas operaciones tienen un fin común, que es el de solventar la liquidez a la Intermediación financiera debido a que los títulos valor son activos **líquidos** que pueden convertirse en el corto plazo en dinero.<sup>52</sup>

El cálculo de la TPP de las operaciones de Ruedo diario de la BBV se lo realiza mediante la siguiente Formula, utilizando para ello el cuadro N° 5 que contiene todos los datos que se requieren.

$$TPP = \frac{\sum m_i * t_i}{M}$$

Donde;

- TTP: tasa promedio poderado
- $m_i$ : monto negociado
- $t_i$ : tasa/precio
- M: Total negociado

---

<sup>52</sup> Boletín Diario, "Bolsa Boliviana de Valores", 15/05/2017, [www.bbv.com.bo](http://www.bbv.com.bo)

**CUADRO 5 Detalle de Operaciones de Compraventa Con Instrumentos de Renta Fija**

	Com	Ven	NºTits	Precio	Tasa	Vcto	cCup
<b>(BOB) Bolivianos</b>							
<b>DPF</b>							
	BIA	NVA	1	1,005,091.09	3,9200%	14-jul-20	No
	NVA	MAB	1	1,327,210.03	1,9792%	06-mar-20	No
	BIA	NVA	1	1,005,106.47	3,9200%	15-jun-20	No
	CBA	BIA	1	1,035,639.74	3,8399%	07-sep-20	No
	PAN	CAI	1	5,278,341.29	4,7500%	24-feb-34	No
	PAN	CAI	1	5,277,395.36	4,7500%	09-mar-34	No
	MIB	PAN	1	631,344.34	4,0000%	16-ene-20	No
	IBO	CAI	1	1,114,641.49	4,7045%	22-may-20	No
<b>(USD) Dólares Estadounidenses</b>							
	CAI	SUD	1	207,046.81	0,8000%	07-oct-21	No

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

El mercado de valores boliviano tiene un 99.6% de operaciones en títulos de Renta fija de los Cuales más del 85% son DPF, es por ello que el cálculo de la TPP refleja la cantidad de valores operados en ruedo y la tasa/precio de los mismos. Además de ello es un indicador de liquidez debido a que: si sube la tasa significa que el sistema bancario necesita liquidez inmediata para sus respectivas operaciones, tanto en moneda nacional y extranjera.

En el cálculo de precios de los diferentes títulos – valor de renta fija se utiliza matemáticas financieras (Interés simple), las agencias de bolsa en el ruedo pueden subir o bajar las tasas de rendimiento, es por eso que la característica de la renta fija es llegar a una tasa de equilibrio a la cual se venderá el título – valor. Por lo cual

la TPP e el promedio de las tasas de equilibrio tanto para valores de 45 días de plazo o mayores.

El siguiente cuadro mostrara las operaciones de reporto en el ruedo.

**CUADRO 6 Detalle de Operaciones de Reporto Con Instrumentos de Renta Fija**

	Rdor	Rpdo	NºTits	Plaz	Tasa	Precio	Premio	Prec+Prem Vento
<b>(BOB) Bolivianos</b>								
<b>DPF</b>								
	BIA	MIB	1	20	6,50%	5,684,000.00	20,525.56	5,704,525.56
	MAB	SUD	1	7	4,39%	511,056.72	436.24	511,492.96
	MAB	CBA	1	3	5,49%	5,000,000.00	2,287.50	5,002,287.50
	IBO	CBA	1	3	5,49%	5,000,000.00	2,458.33	5,002,458.33
<b>BLP</b>								
	MIB	NVA	98	35	5,50%	10,219.94	54.65	10,274.59
	MIB	NVA	1	35	5,50%	4,826.08	25.81	4,851.89
	MAB	NVA	39	15	5,50%	10,219.94	23.42	10,243.36
<b>BTS</b>								
	SZS	GVA	15,265	45	3,00%	583.97	2.19	586.16
<b>BBB</b>								
	SUD	CAI	50	44	5,40%	10,450.00	70.25	10,520.25
<b>(USD) Dólares Estadounidenses</b>								
	CAI	CAI	6	13	0,85%	10,356.96	3.18	10,360.14
	CAI	CAI	41	3	0,85%	1,026.29	0.07	1,026.36

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

Realizando las operaciones correspondientes obtenemos la tasa de promedio ponderado anual que se resume en el cuadro 7.

CUADRO 7 Tasas Promedio Ponderadas año 2017

MERCADO BURSÁTIL						
PROM. PONDERADO				TASAS		
Moneda	CVT	Reporto	General		Min	Max
<b>PLAZOS HASTA 45 DÍAS</b>						
ME		0.85%	0.85%		0.85%	0.85%
MN		5.18%	5.18%		3.00%	6.50%
MV						
<b>PLAZOS MAYORES A 45 DÍAS</b>						
ME	0.79%		0.79%		0.79%	0.79%
MN	3.44%		3.44%		0.48%	4.72%
MV						
<b>GENERALES</b>						
ME	0.79%	0.85%	0.81%		0.79%	0.85%
MN	3.44%	5.18%	3.73%		0.48%	6.50%

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

En el cuadro 7 se puede observar las variaciones según plazo de operaciones, el cual indica la tasa de equilibrio en que se compraron o vendieron los títulos tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, en rangos para Operaciones del reporto del 0.85% al en dólares y 5.18% en moneda nacional, algo que se observa además de ello es que las tasas en moneda nacional son mayores a los de moneda extranjera.

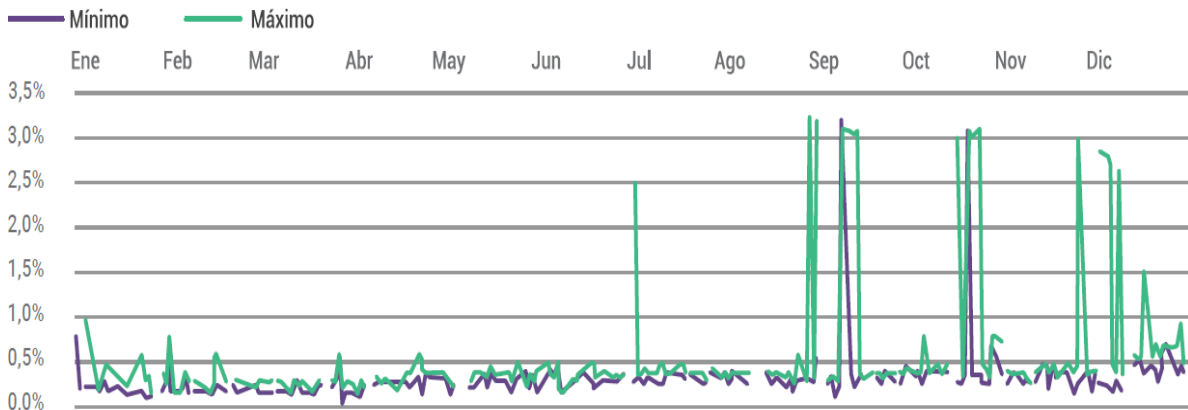
En los siguientes gráficos se observa el cálculo de tasas ponderadas más detalladas para las operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores, ya que “el 48.53% son operaciones de compraventa y el 41.81% son Operaciones de Reporto”<sup>53</sup>.

<sup>53</sup> Boletín Mensual. Bolsa Boliviana de Valores, abril 2017.

### 5.6.1. Tasa Promedio Pondera de Reporto

#### 5.6.1.1. En Moneda Nacional y Extranjera

**GRAFICO 20 Tasas Máximas Y Mínimas Para Operaciones De Reporto En Dólares**

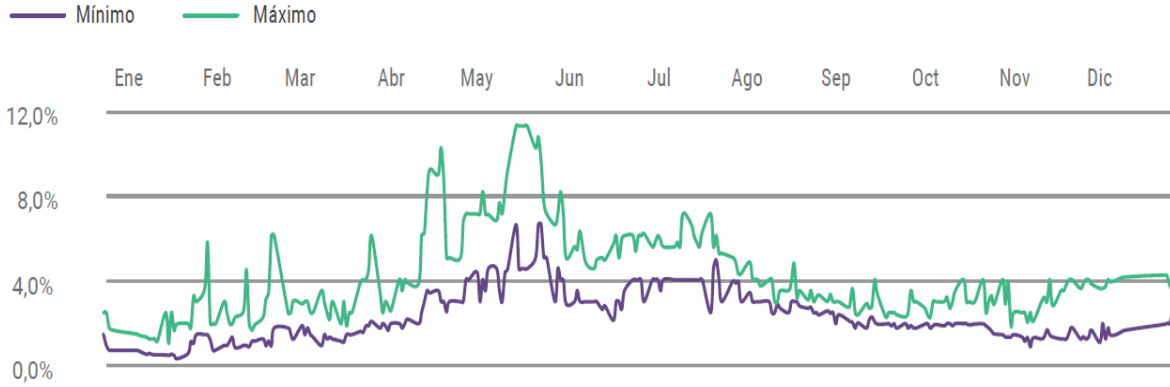


Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores y Agencia de Bolsa CAISA S.A.

Las tasas máximas en promedio para reportos con valores denominados en dólares fluctúan alrededor del 0,56% anual. No obstante, se presentaron picos en julio, septiembre, noviembre y diciembre siendo 3,25% la tasa máxima registrada en el año. Las tasas mínimas estuvieron en promedio alrededor del 0,30%, manteniendo una tendencia estable a lo largo del año, sin embargo, en los meses de septiembre y octubre se registraron incrementos. La tasa mínima negociada durante el año es de 0,10%.

En cuanto a las tasas con valores denominados en bolivianos, éstas en general son más altas que las tasas en dólares. Las tasas máximas para reportos en bolivianos fluctúan en promedio alrededor del 2,05%, registrándose una tasa máxima del 11%. Las tasas mínimas muestran una ligera tendencia al alza entre enero y junio, a partir de este mes las tasas registran una tendencia decreciente. En el año, las tasas mínimas fluctúan en promedio alrededor del 0,60%, siendo la tasa más baja 0,40%.

**GRAFICO 21 Tasas Máximas y Mínimas Para Operaciones De Reporto En Bolivianos**

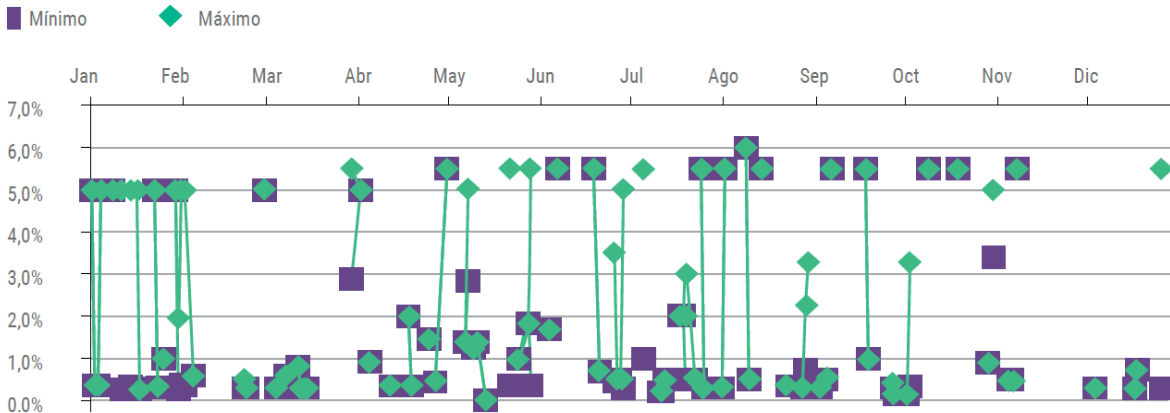


Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores y Agencia de Bolsa CAISA S.A.

## 5.6.2. Tasa Promedio Ponderada de Compraventa

### 5.6.2.1. En Moneda Nacional y Extranjera

**GRAFICO 22 Tasas Máximas y Mínimas En Compraventa En Bolivianos Para Plazos Menores e Iguales A 360 Días**



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores y Agencia de Bolsa CAISA S.A.

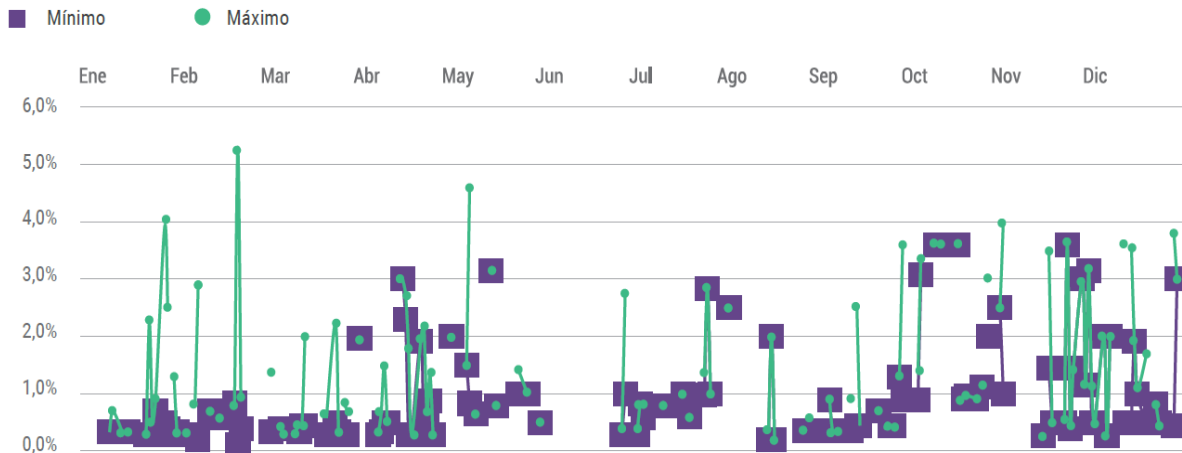
En cuanto a las tasas registradas en operaciones con valores denominados en bolivianos, en la gestión 2017 las tasas máximas en compraventa menores e iguales a un año registran un comportamiento al alza entre enero y agosto. En promedio



estas tasas fluctúan alrededor del 3,05% anual, la tasa máxima llega al 7,00% y la mínima es de 0,00%. Las tasas máximas de compraventa con valores denominados en bolivianos mayores a un año registran un comportamiento más estable con relación a las tasas de corto plazo, fluctuando en promedio alrededor del 4,51% anual. La tasa máxima llega al 6,92%, mientras que la mínima es de 0,40%.

Las tasas máximas en compraventa con valores denominados en dólares menores e iguales a un año fluctúan alrededor del 2,43% anual. La tasa máxima es 6,00% y la mínima de 0,01%. En cuanto a las tasas máximas en compraventa denominadas en dólares mayores a un año en promedio fluctúan alrededor del 1,46%. La tasa máxima alcanza al 5,30%, mientras que la mínima es de 0,12%.

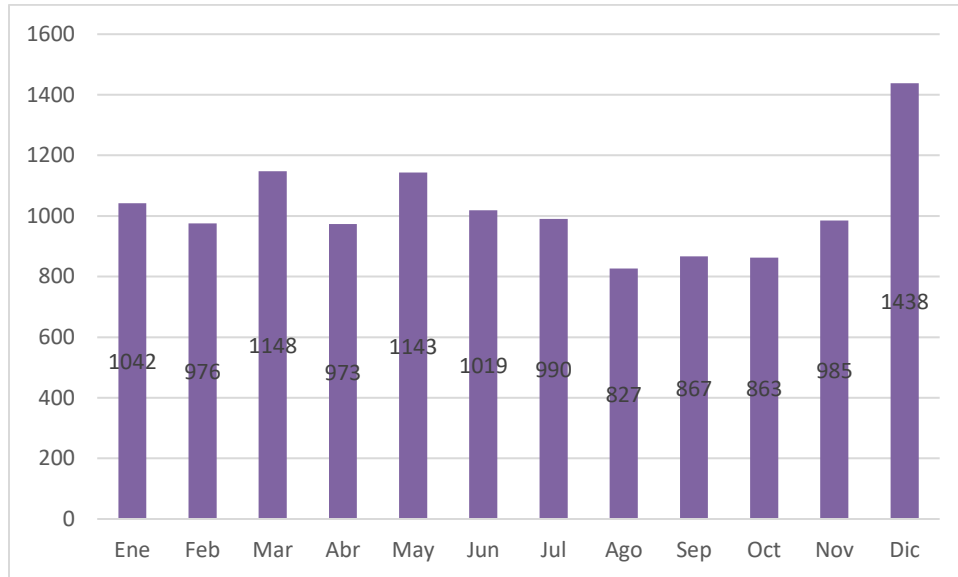
**GRAFICO 23 Tasas Máximas Y Mínimas En Compraventa En Dólares Para Plazos Menores E Iguales A 360 Días**



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores y Agencia de Bolsa CAISA S.A.

GRAFICO 24

**Operaciones En Mercado Secundario Durante El Año 2017 (Equivalentes En Millones De Dólares Estadounidenses)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Boliviana de Valores

El 44,94% de las negociaciones en mercado secundario están representadas por operaciones con valores de renta fija en compraventa y el 54,95% se encuentra concentrado en operaciones de reporto. El restante 0,12% corresponde a operaciones en compraventa de renta variable

**5.7. Análisis de Resultados**

Los resultados muestran que:

Primero: La Bolsa Boliviana de Valores en sus Operaciones de Ruedo Predominan los instrumentos de Renta Fija con un 99.60% de participación y un 0.40% de valores de renta variable lo cual hace limitante un cálculo del *Índice Bursátil* para dicho mercado, ya que las operaciones con renta variable no son significativas es por ello que la TPP solo se calcula con instrumentos de corto plazo (renta fija).

Segundo: La Tasa Promedio Ponderada es un indicador adecuado para conocer las principales operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores (Compraventa y Reporto) debido a que se conoce las operaciones en ruedo. Comparando los gráficos 21 y 22 con el gráfico 24, se puede verificar que la TPP tiene una tendencia similar al de las operaciones realizadas en Bolsa en el último periodo de investigación.

El cálculo de la Tasa Promedio Ponderada se lo puede realizar diariamente, con diferentes plazos, que entre sus principales operaciones están dos: La TPP de Reporto que es de plazo 45 días como máximo y la TPP de Compraventa con un plazo mayor a los 45 días, los cuales nos dan un resultado según el cuadro N°7 de 5,18% para operaciones de reporto y un 3,44% para Compraventa.

## CAPITULO V

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### CONCLUSIONES

En función del cálculo de la Tasa Promedio Ponderada propuesto se concluye que es válido ya que va acorde a los títulos-valor operados en bolsa con lo que se puede conocer las operaciones de valores comprados y vendidos en Reporto y Compraventa efectuados el mercado bursátil en Bolivia.

El Mercado de Valores Boliviano se encuentra aún en crecimiento, si bien la situación durante las últimas gestiones económicamente hablando ha sido beneficiosa para el país, ésta no ha sido un factor significativo para el desarrollo del mercado bursátil en Bolivia. El mercado bursátil actualmente se encuentra estancado, sin crecimiento significativo, se negocian solamente dos tipos de valores, los valores de renta fija principalmente y los valores de renta variable, siendo la primera dominante del mercado puesto que representa aproximadamente un 99.6% de las operaciones bursátiles en la Bolsa Boliviana de Valores.

Los índices bursátiles por otro lado en el contexto internacional y mundial son una herramienta de uso bursátil a la hora de la toma de decisiones; gran parte de los mercados bursátiles cuentan con un índice bursátil que refleja en términos financieros la situación de su mercado.

También los índices bursátiles pertenecientes a la Bolsas de la región como la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Bolsa de Comercio de Santiago y la Bolsa de Valores de Lima, plasman diariamente valores a través del funcionamiento de sus fórmulas debidamente adecuadas al mercado en el que operan y adecuado a sus características.

La Bolsa Boliviana de Valores en la actualidad no tiene un progreso significativo operativamente, la inclusión de nuevas modalidades de negociación, y la innovación tecnológica aún no son significativas en la actualidad bursátil del mercado en el que opera esta bolsa de valores.

La Tasa Promedio Ponderada es una herramienta que ayuda a conocer los rangos en que Opera la Bolsa en sus dos principales actividades dentro del ruedo.

### **RECOMENDACIONES**

La situación actual del mercado bursátil obliga a seguir innovando en este campo, el mercado de renta variable necesita también de un sistema de operación al igual que el recientemente sistema aplicado para renta fija "Smart" en la Bolsa Boliviana de Valores.

Incentivar a las empresas bolivianas a la emisión de valores de renta variable y negociar en la Bolsa Boliviana de Valores.

Se recomienda realizar un futuro estudio de aplicación de estrategias de inclusión y mejora del mercado de renta variable en el mercado bursátil boliviano que pueda profundizar el presente trabajo ya que se abordó en su gran mayoría en el mercado de renta fija.

## BIBLIOGRAFIA

- Andrade, Simón (1998). Diccionario de finanzas, economía y contabilidad. España: Lucero.
- Ambram, Jorge (1995). Diccionario del mercado financiero, monetario y bursátil en Bolivia. La Paz: Zegada.
- Bebzuck, Ricardo; Delfiner , Miguel; Fanelli, José; Kawamura, Enrique y Susmel, Raúl (2010). Progresos en finanzas. Argentina: Temas.
- Bolsa Boliviana de Valores (2016). “Información General”. En: <<http://www.bbv.com.bo>>,
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (2016). “Índice Merval” En: <<http://www.bcba.sba.com.ar/?s=merval>>,
- Bolsa de Comercio de Santiago (2016). “Índices bursátiles” En: <<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/indicesbursatiles.aspx>>
- Bolsa de Valores de Lima (2016). “Índices bursátiles” En:<<http://www.bvl.com.pe/mercindiceshoy.html>>,
- Buenos Aires, Bolsa de Comercio (S/F), Metodología de índices –Merval.
- Borrego, Ángel y García, Pablo (2002). Productos financieros, sus mercados, valoración y estrategias de inversión. Madrid: PrenticeHall.
- Estados Unidos de Norte América, Dow Jones Indices (2015), Indexmathematics methodology.
- Filipini, Daniel (1992). Diccionario bursátil y guía de inversiones. Buenos Aires: Abeledo Perrot.
- Heras, José (2001). Diccionario de mercados financieros. Barcelona:Gestión 2000.
- Hernández, Roberto; Fernández, Carlos y Baptista, Pilar (1997). Metodología de la investigación. México: McGraw Hill.
- Jimenez, Lorenzo (S/F). Latibex: El mercado latinoamericano de valores. España: (S/E).

- Kasmier, Leonard (2000). Estadística aplicada a la administración y a la economía. México: McGraw-Hill.
- Levinson, Marc (2008). Guía de mercados financieros. Barcelona: Gestión 2000.
- Madura, Jeff (2001). Mercados e instituciones financieras. Estados Unidos: Thomson.
- Martín, Miguel (2010). Mercado de Capitales: Una perspectiva global. Argentina: Cengage Learning.
- Martín, José y Trujillo, Antonio (2004). Manual de mercados financieros. España: Thomson.
- Pérez, Ruperto (2010). Teoría y práctica de la bolsa. Madrid: Diaz desantos.
- Sánchez, José (2007). Curso de Bolsa y mercados financieros. España: Ariel. Santiago, Bolsa de Comercio de
- Santiago (2015), Indices accionarios BCS, metodología de selección y cálculo.

## ANEXOS

### ENTIDADES REGULADAS

- **Agencias de Bolsa**
  - BISA S.A. Agencia de Bolsa
  - BNB Valores S.A. Agencia de Bolsa
  - Compañía Americana de Inversiones S.A. CAISA Agencia de Bolsa
  - Credibolsa S.A. Agencia de Bolsa
  - GanaValores Agencia de Bolsa S.A.
  - iBolsa Agencia de Bolsa S.A.
  - Mercantil Santa Cruz Agencia de Bolsa Sociedad Anónima
  - Multivalores Agencia de Bolsa S.A.
  - Panamerican Securities S.A. Agencia de Bolsa
  - Santa Cruz Securities Agencia de Bolsa S.A.
  - Sudaval Agencia de Bolsa S.A.
  - Valores Unión S.A. Agencia de Bolsa
- **Bolsas de Valores**
  - Bolsa Boliviana de Valores S.A.
- **Calificadoras de Riesgo**
  - AESA Ratings S.A. Calificadora de Riesgo
  - Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.
  - Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
  - MicroFinanza Rating Bolivia Calificadora de Riesgo S.A.
  - Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A.
- **Emisiones de Deuda**
- **Emisores**
  - Alianza Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. E.M.A.
  - Alianza Vida Seguros y Reaseguros S.A.
  - Almacenes Internacionales S.A. (RAISA)
  - Banco Bisa S.A.
  - Banco de Crédito de Bolivia Sociedad Anónima
  - Banco de Desarrollo Productivo - Sociedad Anónima Mixta (BDP - S.A.M.)
  - Banco Do Brasil S.A. - Sucursal Bolivia
  - Banco Económico S.A.
  - ENDE Servicios y Construcciones S.A.
  - Toyosa S.A.
  - YPFB Transporte S.A.
  - Zona Franca Oruro S.A.
- **Empresas de Auditoría**
  - Acevedo & Asociados Consultores de Empresas S.R.L.
  - AUDISET Auditores & Consultores S.R.L.
  - Berthin Amengual y Asociados S.R.L.
  - Bolivian American Consulting S.R.L.
  - Deloitte S.R.L.
  - Delta Consult Limitada
  - Ernst & Young (Auditoría y Asesoría) Ltda.



- Escobar & Asociados S.R.L.
- KPMG S.R.L.
- PricewaterhouseCoopers S.R.L.
- Tudela & TH Consulting Group S.R.L.
- **Entidad de Depósito de Valores**
  - Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A.
- **Fondos de Inversión**
  - + Beneficio Fondo Mutuo Mediano Plazo
  - A Medida Fondo de Inversión Abierto de Corto Plazo
  - Acelerador de Empresas Fondo de Inversión Cerrado
  - Activo Unión Bs Fondo de Inversión Abierto - Largo Plazo
  - Agrooperativo Fondo de Inversión Cerrado
  - CAP Fondo de Inversión Cerrado
  - Capital Fondo de Inversión Abierto de Mediano Plazo
  - Crecer Bolivianos - Fondo Mutuo Mediano Plazo
  - Crecimiento Fondo de Inversión Cerrado
  - Credifondo + Rendimiento Fondo de Inversión Abierto a Mediano Plazo
  - Credifondo Bolivianos Fondo de Inversión Abierto a Corto Plazo
  - Credifondo Corto Plazo, Fondo de Inversión Abierto
  - Sembrar Exportador Fondo de Inversión Cerrado
  - Sembrar Micro Capital Fondo de Inversión Cerrado
  - Sembrar Productivo Fondo de Inversión Cerrado
  - Superior Fondo Mediano Plazo
  - Ultra Fondo de Inversión Abierto Mediano Plazo
  - Xtravalor Unión FIA Mediano Plazo
- **Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión**
  - Alianza Safi S.A. Sociedad Administradora de Fondos de Inversión
  - Bisa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
  - BNB SAFI S.A. Sociedad Administradora de Fondos de Inversión
  - Capital + Gestoradora de Activos Sociedad Administradora de Fondos de Inversión Sociedad Anónima
  - Capital Para el Crecimiento Empresarial Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
  - Credifondo Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
  - FIPADE Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
  - Fortaleza Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
  - Marca Verde Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
  - Panamerican Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
  - Santa Cruz Investments Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.
  - Sociedad Administradora de Fondos de Inversión Mercantil Santa Cruz S.A.
  - Sociedad Administradora de Fondos de Inversión Unión S.A.
- **Titularizadoras**
  - BDP Sociedad de Titularización S.A
  - Bisa Sociedad de Titularización S.A.
  - iBolsa Sociedad de Titularización S.A.

## Calificación de Riesgo

### Valores de Deuda Entidades de Intermediación Financiera

Nombre del Emisor	Valores de Deuda CP		Valores de Deuda LP		Fecha Calificación	Fecha Última Información	Calificadora de Riesgo	Tendencia
	MN	ME	MN	ME				
Banco Do Brasil S.A. Sucursal Bolivia		N-1	AA2	AA2	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco Do Brasil S.A. Sucursal Bolivia		N-1	AAA	AA3	29MAR2017	31DIC2016	ECR	N-1
Banco Económico S.A.		N-1	AA1	AA1	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco Económico S.A.		N-1	AA1	AA3	29MAR2017	31DIC2016	MLA	NEstable-1
Banco Ganadero S.A.		N-1	AA1	AA1	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco Ganadero S.A.		N-1	AA1	AA3	28MAR2017	31DIC2016	ECR	N-1
Banco Bisa S.A.		N-1	AAA	AAA	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco Bisa S.A.		N-1	AAA	AA3	29MAR2017	31DIC2016	ECR	N-1
Banco Mercantil Santa Cruz S.A.		N-1	AAA	AAA	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco Mercantil Santa Cruz S.A.		N-1	AAA	AA3	29MAR2017	31DIC2016	MLA	NEstable-1
Banco Nacional de Bolivia S.A.		N-1	AAA	AAA	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco Nacional de Bolivia S.A.		N-1	AAA	AA3	29MAR2017	31DIC2016	MLA	NEstable-1
Banco Solidario S.A - BancoSol S.A.		N-1	AA1	AA1	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco Solidario S.A - BancoSol S.A.		N-1	AA1	AA3	28MAR2017	31DIC2016	ECR	N-1
Banco de Crédito de Bolivia S.A.		N-1	AAA	AAA	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco de Crédito de Bolivia S.A.		N-1	AAA	AA3	29MAR2017	31DIC2016	MLA	NEstable-1
Banco Unión S.A.		N-1	AAA	AAA	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco Unión S.A.		N-1	AAA	AA3	29MAR2017	31DIC2016	MLA	NEstable-1
Banco PyME de la Comunidad S.A.		N-2	BBB1	BBB1	29MAR2017	31DIC2016	AES	NNegativa-2
Banco PyME de la Comunidad S.A.		N-2	BBB1	BBB1	28MAR2017	31DIC2016	MFR	NEstable-2
Banco PyME Ecofuturo S.A.		N-1	A1	A1	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco PyME Ecofuturo S.A.		N-1	A1	A1	28MAR2017	31DIC2016	MFR	NEstable-1
Banco Fortaleza S.A.		N-1	A1	A1	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco Fortaleza S.A.		N-1	A1	A1	28MAR2017	31DIC2016	MFR	NEstable-1
Banco para el Fomento a Iniciativas Económicas S.A.		N-1	AA2	AA2	29MAR2017	31DIC2016	AES	N-1 Estable
Banco para el Fomento a Iniciativas Económicas S.A.		N-1	AA2	AA3	29MAR2017	31DIC2016	MLA	N-1 Estable
Banco Prodem S.A.		N-3	A3	A3	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEn-3 Desarrollo
Banco Prodem S.A.		N-1	AA3	AA3	28MAR2017	31DIC2016	MFR	NEstable-1
Banco Fassil S.A.		N-1	AA3	AA3	29MAR2017	31DIC2016	AES	NEstable-1
Banco Fassil S.A.		N-1	AA3	AA3	28MAR2017	31DIC2016	MFR	NEstable-1
Banco de Desarrollo Productivo Sociedad Anónima Mixta (BDP S.A.M.)		N-1	AAA	AAA	29MAR2017	31DIC2016	AES	N-1 Estable
Banco de Desarrollo Productivo Sociedad Anónima Mixta (BDP S.A.M.)		N-1	AAA	AA3	29MAR2017	31DIC2016	MLA	N-1 Estable
Cooperativa de Ahorro y Crédito Abierta "Jesús Nazareno" R.L.	N-1	N-1	A2	A2	29MAR2017	31DIC2016	AES	Estable

Las Calificaciones de Riesgo otorgadas están de acuerdo a la nomenclatura establecida en la Resolución Administrativa ASFI No. 033 de fecha 15 de enero de 2010 emitida por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero.

"La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor, sino la opinión de un especialista privado como un factor complementario para la toma de decisiones de inversión"

CDR-CON-EFS-7

## Vencimiento de Reportos

Periodo: Vencimiento del 01 de Mayo de 2015 al 02 de Mayo de 2015

Tipo: (RDO) OPERACIONES DE RUEDO

Nº	NºPapeleta	Rptdor	Rptdo	Fecha/Hora Op	Serie	Plazo	NºTits	TasaPrem	Premio	Precio	Prec+Prem	TotNegociad
<b>(BOB) Bolivianos</b>												
<b>(BBB) BONOS BANC. BURS.</b>												
1	00483584/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:37	BGA-N1U-15	45	7	3.0000%	27.27	7,271.13	7,298.40	50,897.91
2	00483588/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:39	BEC-2-N1U-13	45	383	3.0000%	1.73	461.01	462.74	176,566.83
3	00483589/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:40	BSO-N3U-13	45	46	3.0000%	38.48	10,261.41	10,299.89	472,024.86
4	00483590/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:40	BSO-N3U-13	45	1	3.0000%	11.65	3,107.79	3,119.44	3,107.79
5	00483620/001	MIB	NVA	18MAR2015/13:03	BSO-N3U-13	45	36	3.0000%	38.48	10,261.41	10,299.89	369,410.76
6	00483621/001	MIB	NVA	18MAR2015/13:04	BSO-N3U-13	45	1	3.0000%	3.89	1,038.63	1,042.52	1,038.63
7	00483714/001	ZCC	NVA	20MAR2015/11:19	BEC-2-N1U-13	43	329	3.5000%	1.93	461.13	463.06	151,711.77
8	00483731/001	ZCC	NVA	20MAR2015/11:25	BEC-3-N2U-16	43	32	3.5000%	39.17	9,368.88	9,408.05	299,804.16
9	00483793/001	CAI	VUN	21MAR2015/11:23	BNB-1-N1U-16	42	32	3.0000%	35.34	10,096.87	10,132.21	323,099.84
10	00483797/001	ZCC	NVA	21MAR2015/11:25	BEC-3-N1U-16	42	72	3.0000%	32.57	9,304.86	9,337.43	669,949.92
11	00483802/001	CAI	VUN	21MAR2015/11:27	BNB-1-N2U-16	42	14	2.9998%	37.96	10,845.02	10,882.98	151,830.28
12	00483803/001	PAN	VUN	21MAR2015/11:28	BNB-1-N2U-16	42	63	2.9998%	37.96	10,845.02	10,882.98	683,236.26
13	00483804/001	PAN	VUN	21MAR2015/11:28	BNB-1-N2U-16	42	1	2.9998%	37.96	10,845.01	10,882.97	10,845.01
14	00483808/001	SUD	PAN	21MAR2015/11:30	FFO-1-N1U-16	42	21	3.5000%	43.28	10,600.00	10,643.28	222,600.00
15	00483833/001	CAI	VUN	21MAR2015/11:44	BNB-1-N1U-16	42	1	3.0000%	35.34	10,096.97	10,132.31	10,096.97
16	00484879/001	MIB	NVA	05ABR2015/13:09	BEC-3-N1U-16	27	1	5.1500%	20.76	5,374.63	5,395.39	5,374.63
17	00484880/001	MIB	NVA	05ABR2015/13:10	BEC-3-N1U-16	27	34	5.1500%	36.00	9,319.18	9,355.18	316,852.12
18	00485367/001	ZCC	NVA	16ABR2015/13:05	FIE-N1B-19	16	3	3.5000%	15.67	10,074.76	10,090.43	30,224.28
19	00485368/001	ZCC	NVA	16ABR2015/13:05	FIE-N1B-19	16	1	3.5000%	8.77	5,637.08	5,645.85	5,637.08
<b>Sub Total (BOB) Bolivianos</b>						<b>1,078</b>			<b>3,954,309.10</b>			
<b>(BLP) BONOS LARGO PLAZO</b>												
20	00483715/001	ZCC	NVA	20MAR2015/11:19	NUT-2-N1C-17	43	38	3.5000%	42.44	10,151.12	10,193.56	385,742.56
21	00483796/001	ZCC	NVA	21MAR2015/11:24	IOL-2-N1B-18	42	3	3.0000%	35.37	10,106.81	10,142.18	30,320.43
22	00483798/001	ZCC	NVA	21MAR2015/11:25	TYS-2-N1D-16	42	162	3.0000%	3.65	1,041.53	1,045.18	168,727.86
23	00483807/001	SUD	PAN	21MAR2015/11:29	PAR-1-N1U-16	42	57	3.5000%	36.34	8,900.00	8,936.34	507,300.00
24	00483834/001	SUD	PAN	21MAR2015/11:45	PAR-1-N1U-16	42	309	3.5000%	36.70	8,988.41	9,025.11	2,777,418.69
<b>Sub Total (BOB) Bolivianos</b>						<b>569</b>			<b>3,869,509.54</b>			
<b>(BMS) BONOS MUNICIPALES</b>												
25	00483615/001	ZCC	NVA	18MAR2015/12:01	MLP-1-N1U-18	45	14	3.0000%	39.76	10,601.38	10,641.14	148,419.32
26	00483712/001	ZCC	NVA	20MAR2015/11:18	MLP-1-N1U-18	43	14	3.5000%	44.33	10,603.77	10,648.10	148,452.78
27	00483713/001	ZCC	NVA	20MAR2015/11:19	MLP-1-N1U-18	43	1	3.5000%	9.79	2,342.50	2,352.29	2,342.50
28	00485359/001	CBA	NVA	16ABR2015/11:55	MLP-1-N1U-18	16	1	3.4999%	7.36	4,732.64	4,740.00	4,732.64
29	00485362/001	CBA	NVA	16ABR2015/11:56	MLP-1-N1U-18	16	14	3.4999%	16.14	10,376.24	10,392.38	145,267.36
30	00485366/001	ZCC	NVA	16ABR2015/13:04	MLP-1-N1U-18	16	11	3.5000%	16.14	10,376.24	10,392.38	114,138.64
<b>Sub Total (BOB) Bolivianos</b>						<b>55</b>			<b>563,353.24</b>			
<b>(BTS) BONOS DEL TESORO</b>												
31	00483544/001	SUD	SZS	18MAR2015/11:14	NC26001508-004O	45	34298	2.5000%	1.67	535.50	537.17	18,366,579.00
32	00483806/001	SUD	PAN	21MAR2015/11:29	NC26001449-004O	42	1000	2.8000%	1.75	536.73	538.48	536,730.00
<b>Sub Total (BOB) Bolivianos</b>						<b>35,298</b>			<b>18,903,309.00</b>			
<b>(DPF) DEP. PLAZO FIJO</b>												
33	00483532/001	PAN	CAI	18MAR2015/11:03	BUNN35471318	45	1	2.9000%	18,817.38	5,191,000.00	5,209,817.38	5,191,000.00
34	00483532/002	PAN	CAI	18MAR2015/11:03	BUNN35471218	45	1	2.9000%	18,817.38	5,191,000.00	5,209,817.38	5,191,000.00
35	00483532/003	PAN	CAI	18MAR2015/11:03	BUNN35470618	45	1	2.9000%	18,817.38	5,191,000.00	5,209,817.38	5,191,000.00
36	00483532/004	PAN	CAI	18MAR2015/11:03	BUNN35470718	45	1	2.9000%	18,817.38	5,191,000.00	5,209,817.38	5,191,000.00
37	00483541/001	PAN	PAN	18MAR2015/11:13	BECN01702517	45	1	2.9000%	7,395.00	2,040,000.00	2,047,395.00	2,040,000.00
38	00483542/001	PAN	PAN	18MAR2015/11:13	BECN01404416	45	1	2.9000%	3,806.25	1,050,000.00	1,053,806.25	1,050,000.00
39	00483548/001	PAN	SUD	18MAR2015/11:17	FIEN03715716	45	1	2.9000%	18,577.36	5,124,788.65	5,143,366.01	5,124,788.65
40	00483549/001	PAN	BIA	18MAR2015/11:17	BISN12909810	45	1	2.9000%	20,600.88	5,683,000.00	5,703,600.88	5,683,000.00
41	00483708/001	PAN	CAI	20MAR2015/11:09	BUNN35468818	43	1	2.9000%	19,342.36	5,584,000.00	5,603,342.36	5,584,000.00
42	00483708/002	PAN	CAI	20MAR2015/11:09	BUNN35468518	43	1	2.9000%	19,342.36	5,584,000.00	5,603,342.36	5,584,000.00
43	00483741/001	PAN	IBO	20MAR2015/11:33	BNBN00098816	43	1	2.9000%	17,761.43	5,127,599.44	5,145,360.87	5,127,599.44
44	00483742/001	PAN	IBO	20MAR2015/11:34	BSON32574417	43	1	2.9000%	2,378.77	686,733.95	689,112.72	686,733.95
50	00483779/001	PAN	GVA	21MAR2015/11:14	BSON34879217	42	1	2.9000%	3,430.70	1,014,000.00	1,017,430.70	1,014,000.00
51	00483781/001	PAN	SUD	21MAR2015/11:15	FIEN03733116	42	1	2.9000%	6,912.26	2,043,033.48	2,049,945.74	2,043,033.48
52	00483791/001	PAN	NVA	21MAR2015/11:20	BISN03599017	42	1	2.9000%	16,916.67	5,000,000.00	5,016,916.67	5,000,000.00
53	00483791/002	PAN	NVA	21MAR2015/11:20	BISN03599117	42	1	2.9000%	16,916.67	5,000,000.00	5,016,916.67	5,000,000.00



# Vencimiento de Reportos

Periodo: Vencimiento del 01 de Mayo de 2015 al 02 de Mayo de 2015

Tipo: (RDO) OPERACIONES DE RUEDO

Nº	NºPapeleta	Rptdor	Rptdo	Fecha/Hora Op	Serie	Plazo	NºTits	TasaPrem	Premio	Precio	Prec+Prem	TotNegociad
122	00485900/001	PAN	MAB	25ABR2015/12:10	BNBN00183919	7	1	4.5000%	2,128.24	2,432,274.98	2,434,403.22	2,432,274.98
123	00485900/002	PAN	MAB	25ABR2015/12:10	BNBN00184019	7	1	4.5000%	2,128.24	2,432,274.98	2,434,403.22	2,432,274.98
124	00485900/003	PAN	MAB	25ABR2015/12:10	BNBN00184119	7	1	4.5000%	2,128.24	2,432,274.98	2,434,403.22	2,432,274.98
125	00485900/004	PAN	MAB	25ABR2015/12:10	BNBN00184219	7	1	4.5000%	2,128.24	2,432,274.98	2,434,403.22	2,432,274.98
126	00485900/005	PAN	MAB	25ABR2015/12:10	BNBN00184319	7	1	4.5000%	2,128.24	2,432,274.98	2,434,403.22	2,432,274.98
127	00485900/006	PAN	MAB	25ABR2015/12:10	BNBN00184419	7	1	4.5000%	2,128.24	2,432,274.98	2,434,403.22	2,432,274.98
128	00485900/007	PAN	MAB	25ABR2015/12:10	BNBN00184519	7	1	4.5000%	2,128.24	2,432,274.98	2,434,403.22	2,432,274.98
129	00485900/008	PAN	MAB	25ABR2015/12:10	BNBN00184619	7	1	4.5000%	2,128.24	2,432,274.98	2,434,403.22	2,432,274.98
130	00485900/009	PAN	MAB	25ABR2015/12:10	BNBN00184719	7	1	4.5000%	2,128.24	2,432,274.98	2,434,403.22	2,432,274.98
131	00485900/010	PAN	MAB	25ABR2015/12:10	BNBN00184819	7	1	4.5000%	2,128.24	2,432,274.98	2,434,403.22	2,432,274.98
132	00486004/001	ZCC	CBA	26ABR2015/11:55	BSON24872713	5	1	5.5000%	4,201.39	5,500,000.00	5,504,201.39	5,500,000.00
133	00486005/001	ZCC	CBA	26ABR2015/11:55	BSON24872513	5	1	5.5000%	4,583.33	6,000,000.00	6,004,583.33	6,000,000.00
134	00486033/001	ZCC	MIB	26ABR2015/13:09	BGAN00798519	6	1	5.4599%	1,455.97	1,600,000.00	1,601,455.97	1,600,000.00
135	00486033/002	ZCC	MIB	26ABR2015/13:09	BGAN00798419	6	1	5.4599%	818.99	900,000.00	900,818.99	900,000.00
136	00486033/003	ZCC	MIB	26ABR2015/13:09	BGAN00798319	6	1	5.4599%	1,182.98	1,300,000.00	1,301,182.98	1,300,000.00
137	00486033/004	ZCC	MIB	26ABR2015/13:09	BGAN00798219	6	1	5.4599%	1,091.98	1,200,000.00	1,201,091.98	1,200,000.00
<b>Sub Total (BOB) Bolivianos</b>						<b>105</b>						<b>327,593,354.52</b>
<b>(VTD) VALORES CONTENIDO CRED.</b>												
138	00483585/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:37	VTC-TD-NE	45	10	3.5000%	21.78	4,977.59	4,999.37	49,775.90
139	00483586/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:38	VTC-TD-NE	45	1	3.5000%	21.71	4,963.26	4,984.97	4,963.26
140	00483729/001	ZCC	NVA	20MAR2015/11:25	VTC-TD-NE	43	21	3.5000%	20.82	4,979.21	5,000.03	104,563.41
141	00483730/001	ZCC	NVA	20MAR2015/11:25	VTC-TD-NE	43	1	3.5000%	3.10	740.86	743.96	740.86
142	00483799/001	ZCC	NVA	21MAR2015/11:25	VTC-TD-NE	42	86	3.0000%	17.43	4,980.01	4,997.44	428,280.86
<b>Sub Total (BOB) Bolivianos</b>						<b>119</b>						<b>588,324.29</b>
<b>Total (BOB) Bolivianos</b>						<b>37,224</b>						<b>355,472,159.69</b>
<b>(USD) Dólares Estadounidenses</b>												
<b>(BBB) BONOS BANC. BURS.</b>												
143	00483745/001	ZCC	BIA	20MAR2015/11:35	BNB-E1A-17	43	4	0.8500%	9.95	9,800.00	9,809.95	39,200.00
144	00483776/001	ZCC	BIA	21MAR2015/11:12	FCO-E1U-16	42	42	1.0000%	8.02	6,870.00	6,878.02	288,540.00
145	00484306/001	ZCC	BIA	28MAR2015/11:42	FCO-E1U-16	35	1	1.0000%	1.89	1,938.95	1,940.84	1,938.95
146	00486097/001	CAI	CAI	29ABR2015/13:10	BNB-E1B-17	3	6	0.8500%	0.73	10,356.43	10,357.16	62,138.58
<b>Sub Total (USD) Dólares Estadounidenses</b>						<b>53</b>						<b>391,817.53</b>
<b>(BLP) BONOS LARGO PLAZO</b>												
147	00483606/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:52	TYS-3-E1B-17	45	2	0.9000%	1.12	999.62	1,000.74	1,999.24
148	00483607/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:52	TYS-3-E1B-17	45	1	0.9000%	0.18	157.40	157.58	157.40
149	00483608/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:53	TYS-3-E1B-17	45	1	0.9000%	1.12	999.62	1,000.74	999.62
150	00483609/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:54	POL-1-E1B-15	45	4	0.9000%	0.87	777.19	778.06	3,108.76
151	00483610/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:54	TRA-1-E1U-13	45	30	0.9000%	0.30	262.68	262.98	7,880.40
152	00483611/001	ZCC	NVA	18MAR2015/11:55	TRA-1-E1U-13	45	1	0.9000%	0.05	46.33	46.38	46.33
153	00483805/001	ZCC	NVA	21MAR2015/11:28	TYS-3-E1B-17	42	378	0.9000%	1.05	999.91	1,000.96	377,965.98
154	00483981/001	BIA	NVA	25MAR2015/11:22	TRA-1-E1U-13	38	89	0.8500%	0.24	262.74	262.98	23,383.86
155	00483982/001	BIA	NVA	25MAR2015/11:22	BPC-1-E1B-14	38	65	0.8500%	0.47	521.89	522.36	33,922.85
<b>Sub Total (USD) Dólares Estadounidenses</b>						<b>571</b>						<b>449,464.44</b>
<b>(DPF) DEP. PLAZO FIJO</b>												
156	00483543/001	MIB	CAI	18MAR2015/11:14	BNBE16168512	45	1	0.8500%	793.88	747,183.75	747,977.63	747,183.75
157	00483983/001	BIA	NVA	25MAR2015/11:22	FFOE01066815	38	1	0.8500%	29.07	32,404.59	32,433.66	32,404.59
<b>Sub Total (USD) Dólares Estadounidenses</b>						<b>2</b>						<b>779,588.34</b>
<b>Total (USD) Dólares Estadounidenses</b>						<b>626</b>						<b>1,620,870.31</b>