



---

# **ESTRATEGIAS PARA ESTIMULAR LA PARTICIPACIÓN DE EMPRESAS E INVERSORES EN LAS OPERACIONES BURSÁTILES DEL MERCADO DE VALORES BOLIVIANO**

---

**MASTER EN INSTITUCIONES Y MERCADOS FINANCIEROS**  
***TRABAJO FIN DE MASTER***

***AUTOR: JAIRO BEYMAR CÉSPEDES LÓPEZ***

***TUTOR: MIGUEL GONZÁLEZ SARDINERO***

**CUNEF (Colegio Universitario de Estudios Financieros)**

**Madrid, a 31 de Mayo de 2019**



## **Agradecimientos**

Agradezco todas aquellas personas que han formado parte de esta etapa, donde especialmente debo nombrar a mi madre, mi hermano, mis abuelos y Alison, quienes son un pilar fundamental en mi vida y que han estado en todo momento conmigo a pesar de la distancia.

A Miguel y Vania, quienes me han dado su cariño, apoyo y compañía durante mi estadía en España.

A la Fundación Carolina, institución que me ha permitido a través de una beca poder realizar este Máster, junto a CUNEF, una casa de estudios de primer nivel.

A mi tutor, Miguel González Sardinero, quien a través de su experiencia me ha brindado el mejor de los apoyos para realizar este trabajo, y de quien también he aprendido mucho.

Por último, debo nombrar a tres amigos que aquí en España me han hecho sentir como en casa, Christian, Fernando y Álvaro; muchas gracias amigos por alegrarme los días durante casi un año, siempre los llevaré en mi corazón; hoy, las finanzas y esta vida profesional apasionante nos une.

Y para concluir, citaré un fragmento de un escrito de mi autoría:

“...y en los senderos de la vida me encuentro con luces que alumbran mi camino, a la primera luz le dije mamá, a las más fuertes las llamé familia; las luces que elegí en el trayecto se llaman amigos; y por último, las luces que sigo vehemente se llaman sueños; con eso y mi mentalidad inquebrantable, todo, absolutamente todo es posible...”

Jairo Céspedes

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	1
<b>2. BOLIVIA: DATOS MACROECONÓMICOS</b> .....	2
2.1. SECTORES DE LA ECONOMÍA.....	4
2.2. ENDEUDAMIENTO.....	5
2.3. ASPECTOS DE MERCADO .....	8
2.4. TASA DE REFERENCIA INTERBANCARIA (TRE) .....	11
2.5. BOLIVIANIAZACIÓN.....	12
<b>3. MARCO REFERENCIAL</b> .....	16
3.1. ANTECEDENTES DEL MERCADO DE VALORES EN BOLIVIA	16
3.2. FORMULACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA.....	18
3.2.1. Árbol de problemas .....	20
3.2.2. Formulación del problema.....	21
3.2.3. Objetivo general .....	21
3.2.4. Objetivos específicos .....	21
3.3. METODOLOGÍA .....	21
3.3.1. Enfoque metodológico .....	21
3.3.2. Participantes del trabajo.....	22
3.3.3. Métodos e instrumentos de recolección de datos .....	22
3.3.4. Tipos de estudio.....	23
<b>4. BASES TEÓRICAS DEL MERCADO DE VALORES</b> .....	24
4.1. CONFORMACIÓN DEL MERCADO DE VALORES .....	24
4.2. ACTIVOS Y OPERACIONES.....	25
4.3. LA BOLSA.....	27
4.4. NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES .....	28
4.4.1. Acceso al mercado bursátil .....	29
4.4.2. Sistema de negociación .....	29
<b>5. ANÁLISIS SITUACIONAL</b> .....	31
5.1. ANÁLISIS DEL SISTEMA FINANCIERO EN BOLIVIA .....	31
5.1.1. Canalización del ahorro .....	32
5.2. ANÁLISIS DE LA BOLSA.....	40
5.2.1. Composición del mercado.....	40
5.2.2. Negociación en la Bolsa Boliviana de Valores .....	41
5.2.3. Análisis de los montos negociados .....	48
<b>6. ESTRATEGIAS PARA ESTIMULAR LA PARTICIPACION ACTIVA EN EL MERCADO DE VALORES EN BOLIVIA</b> .....	54
6.1. INVERSIÓN EXTRANJERA .....	55
6.1.1. Análisis previo .....	55
6.1.2. Estrategia: Seguridad jurídica para empresas e inversores extranjeros .....	56

6.1.2. Bases de acción .....	57
6.2. CONCIENCIACIÓN DE EMPRESAS Y PERSONAS SOBRE EL MERCADO DE VALORES A NIVEL NACIONAL .....	58
6.3. ESTABLECER INICIATIVAS PARA OPV, OPS, DE EMPRESAS ENLISTADAS Y NUEVAS EMPRESAS .....	59
6.3.1. Establecer procesos eficientes de salida a bolsa y emisiones de deuda .....	62
6.4. CREAR UN MERCADO ALTERNATIVO PARA PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS .....	64
6.4.1. Análisis previo .....	64
6.4.2. Estrategia .....	69
6.5. INTERNACIONALIZAR A LAS EMPRESAS BOLIVIANAS EN EL MERCADO DE CAPITALES .....	71
6.5.1. Crear una bolsa de derivados .....	73
<b>7. PROCESO DE IMPLEMENTACIÓN, CUMPLIMIENTO Y RESULTADOS ESPERADOS .....</b>	<b>73</b>
7.1. ENCARGADOS .....	73
7.2. PLAZO .....	74
7.3. RESULTADOS ESPERADOS .....	74
7.4. DISEÑO .....	74
7.4.1. Inversión Extranjera Directa (IED) .....	74
7.4.2. Concientización del mercado de valores .....	76
7.4.3. Iniciativas OPV, OPS y emisión de deuda .....	77
7.4.4. Mercado Alternativo para PYMES .....	78
7.4.5. Internacionalización bursátil de empresas bolivianas .....	79
<b>8. CONCLUSIONES .....</b>	<b>81</b>
<b>9. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>84</b>
<b>10. ANEXOS .....</b>	<b>86</b>
10.1. DATOS DE COTIZACIÓN DEL BOLIVIANO FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE EN BASE A DATOS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA .....	86
10.2. CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LA DEUDA A LARGO PLAZO EN MONEDA NACIONAL Y MONEDA EXTRANJERA DE PAÍSES LATINOAMERICANOS .....	87
10.3. NÚMERO DE EMPRESAS QUE COTIZAN ACCIONES EN BOLSAS DE SUDAMÉRICA .....	88
10.4. EMISIONES EN RENTA FIJA EN BOLSAS DE IBEROAMÉRICA PERIODOS OCTUBRE A DICIEMBRE DE 2018 .....	88
10.5. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL Y ÚLTIMA NEGOCIACIÓN DE LAS ACCIONES LISTADAS EN LA BBV (DATOS A ABRIL DE 2019) .....	89

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Actualización de proyecciones de crecimiento de América Latina y el Caribe 2018 y 2019 .....	3
Tabla 2: PIB en millones de dólares en América Latina y el Caribe .....	3
Tabla 3: Endeudamiento de los países en América Latina .....	5
Tabla 4: Calificación de riesgo soberano .....	8
Tabla 5: Ahorro bruto sobre el PIB en porcentaje .....	40
Tabla 6: Activos negociados en la BBV .....	41
Tabla 7: Negociación de acciones en la BBV .....	42
Tabla 8: Monto total negociado en acciones (USD) .....	43
Tabla 9: Negociación de acciones en bolsas de valores en función del PIB ....	45
Tabla 10: Número total de operaciones en acciones .....	45
Tabla 11: Rangos de estratificación de PyMEs.....	47
Tabla 12: Negociación de valores en mesa de negociación .....	48
Tabla 13: Montos negociados en bolsa .....	49
Tabla 14: Porcentaje de la renta variable sobre la renta fija .....	50
Tabla 15: Negociación en las bolsas en función al PIB.....	50
Tabla 16: Cantidad de emisiones registradas en bolsa.....	53
Tabla 17: Participantes de una salida a bolsa en Bolivia .....	64
Tabla 18: Porcentaje del total de MIPYMES sobre el sector empresarial .....	65
Tabla 19: Requisitos de listado del Mercado Principal Vs el mercado alternativo en la Bolsa de Valores de Lima .....	66
Tabla 20: Porcentaje de pequeñas y medianas empresas sobre el total del sector empresarial .....	68
Tabla 21: Estrategias para internacionalizar empresas bolivianas.....	71
Tabla 22: Empresas más grandes de Bolivia (por ingresos) .....	72
Tabla 23: IED en función del PIB.....	75

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Crecimiento del PIB en 2017 en América del Sur.....	2
Gráfico 2: Incidencia acumulada por sector en el PIB en Bolivia .....	4
Gráfico 3: Variación acumulada del producto interno bruto, según actividad económica, enero – junio 2018 (p).....	5
Gráfico 4: Emisiones internacionales de bonos en América Latina y el Caribe ..	7
Gráfico 5: Evolución del tipo de cambio (Bs/USD) a diciembre de cada año .....	9
Gráfico 6: Inflación en Bolivia .....	10
Gráfico 7: Saldo en cuenta corriente en porcentaje del PIB.....	11
Gráfico 8: Evolución de la TRE.....	12
Gráfico 9: Tipo de cambio oficial y bolivización del sistema financiero .....	14
Gráfico 10: Evolución de la base monetaria .....	15
Gráfico 11: Cartera por tipo de crédito.....	31
Gráfico 12: Valor total de las operaciones negociadas en Bolsa.....	32
Gráfico 13: Depósitos por modalidad.....	33
Gráfico 14: Índice de mora .....	33

Gráfico 15: Cartera de sector productivo y otros sectores .....	34
Gráfico 16: Cartera de las agencias de bolsa .....	35
Gráfico 17: Cartera de los fondos de inversión .....	36
Gráfico 18: Número de participantes de los fondos de inversión .....	37
Gráfico 19: Cartera de los fondos de inversión .....	38
Gráfico 20: Recaudación por aportaciones del SIP y tasa de crecimiento .....	38
Gráfico 21: Inversiones del SIP .....	39
Gráfico 22: Evolución anual del monto operado en bolsa en ruedo y mercado electrónico por tipo de operación .....	51
Gráfico 23: Evolución mensual del monto operado en bolsa en ruedo y mercado electrónico .....	52
Gráfico 24: Evolución anual del monto colocado en el mercado primario .....	52
Gráfico 25: Número de empresas extranjeras en Bolivia .....	55
Gráfico 26: Proceso estratégico de concientización.....	58
Gráfico 27: Aportación del sector MIPYMES al PIB del país (porcentaje sobre el PIB) en 2017.....	69

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Importancia de la bolivianización .....	13
Figura 2: Fecha de fundación de bolsas de valores.....	17
Figura 3: Árbol de problemas .....	20
Figura 4: Negociación en el mercado de valores .....	30
Figura 5: Participantes de mercado de valores en Bolivia .....	40
Figura 6: Panel general de estrategias .....	54
Figura 7: Líneas de acciones de las estrategias necesarias .....	57
Figura 8: Proceso del mercado a través de las estrategias.....	59
Figura 9: Bases estructurales de la estrategia.....	60
Figura 10: Ventajas de salir a bolsa.....	61
Figura 11: Proceso de salida a bolsa en España.....	63
Figura 12: Procedimiento de emisión en el Mercado Alternativo de Valores de la Bolsa de Valores de Lima .....	66
Figura 13: Proceso de emisión en el Mercado Alternativo Bursátil de BME .....	67
Figura 14: Proceso para estrategia de mercado alternativo.....	70
Figura 15: Pilares de la estrategia sobre IED.....	74
Figura 16: Inversión extranjera directa en América Latina en 2016 y 2017.....	75
Figura 17: Pilares de la estrategia sobre concientización .....	76
Figura 18: Pilares de la estrategia sobre iniciativas OPV, OPS y emisiones....	78
Figura 19: Pilares de estrategia sobre el mercado alternativo para PYMES ...	79
Figura 20: Pilares de estrategia de internacionalización de empresas bolivianas .....	80

## 1. INTRODUCCIÓN

El mercado de valores en Bolivia se encuentra en crecimiento, en éste se negocian valores de renta fija y de renta variable, siendo de estos el primero el que tiene mayor proporción en el mercado; de esta manera, es que surge el interés en determinar mecanismos y procedimientos a través de los cuales el mercado de valores en Bolivia se pueda desarrollar en mayor medida.

Es así que como objetivo principal se tiene el *desarrollo de estrategias que coadyuven en la tarea de estimular tanto a inversores como empresas para su participación activa en el mercado de valores en Bolivia*, que en efecto puedan colaborar a un desarrollo continuo del mercado como tal y dinamizar sus operaciones en el medio y largo plazo.

Para ello se analiza tanto el mercado nacional como el mercado internacional, haciendo énfasis en países como Chile, Perú y España, en distintos tramos del trabajo, dado que son países que tienen un mercado de valores desarrollado, y además sirven de claro ejemplo a seguir; esto se realiza tanto en términos macroeconómicos, como a través de un análisis del mercado de valores, donde se analizan montos totales de operaciones, empresas enlistadas en el mercado, y el dinamismo del mercado.

En base a esto, *se plantean estrategias que pueden servir de base para una futura profundización* en ellas, el propósito del trabajo es establecer unos parámetros claros de las necesidades actuales, lineamientos de estrategias breves, sobre las cuales las entidades que forman parte del mercado de valores en Bolivia, desde instituciones privadas como estatales puedan profundizar en algún determinado momento en su toma de decisiones.

De esta manera, *se hace énfasis en las formas de negociación, la implementación de nuevos mecanismos o entidades y estrategias adaptadas a la situación actual del mercado*, además de especificar los plazos en los cuales sería adecuada su implementación.

Posteriormente se muestran los posibles resultados esperados en caso de un diseño e implementación de estas estrategias, a través del cual el mercado de valores en Bolivia sufriría un *periodo de cambio y adaptación a las nuevas estrategias y como camino a la diversificación de operaciones y productos financieros*.

## 2. BOLIVIA: DATOS MACROECONÓMICOS

En términos macroeconómicos, Bolivia es uno de los países con mayor crecimiento de la región, situándose el 2017 con un valor de 4,2% de crecimiento del PIB, por encima de países como Ecuador, Argentina, Uruguay, Chile o Brasil y debajo de Paraguay, país que ha tenido el crecimiento más alto de la región en esa gestión.

Gráfico 1: Crecimiento del PIB en 2017 en América del Sur



Fuente: Banco Central de Bolivia

Por otro lado, se ve una tabla de proyecciones emitida por la Comisión Económica para América Latina y El Caribe (CEPAL), en octubre del año 2018, donde muestra las proyecciones de crecimiento económico a nivel Latinoamérica, en la cual no solamente se muestran datos referentes a 2018, sino también a 2019.

Tabla 1: Actualización de proyecciones de crecimiento de América Latina y el Caribe 2018 y 2019

País o región	Crecimiento del PIB	
	2018	2019
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>
Argentina	-2.8	-1.8
<b>Bolivia (Estado Plurinacional de)</b>	<b>4.3</b>	<b>4.4</b>
Brasil	1.4	2.1
Chile	3.9	3.3
Colombia	2.7	3.3
Ecuador	1.0	0.9
Paraguay	4.6	4.7
Perú	3.9	3.8
Uruguay	1.9	1.5
Venezuela (República Bolivariana de)	-15.0	-8.0

Fuente: CEPAL, 2018

Según la CEPAL, en el año 2019, Bolivia mantendría su crecimiento económico, manteniéndose por debajo de Paraguay y siguiendo en el segundo lugar en la región sobre pasando el 4% de crecimiento.

En términos numéricos se muestra una tabla que indica el PIB en millones de dólares hasta la gestión 2017.

Tabla 2: PIB en millones de dólares en América Latina y el Caribe

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>a</sup>
<b>América Latina y el Caribe<sup>b</sup></b>	<b>4 202 195</b>	<b>5 080 283</b>	<b>5 961 161</b>	<b>6 057 700</b>	<b>6 235 344</b>	<b>6 335 304</b>	<b>5 031 313</b>	<b>4 952 595</b>	<b>5 380 411</b>
<b>América Latina<sup>b</sup></b>	<b>4 144 028</b>	<b>5 017 056</b>	<b>5 892 787</b>	<b>5 997 058</b>	<b>6 163 926</b>	<b>6 262 743</b>	<b>4 960 326</b>	<b>4 784 790</b>	<b>5 311 795</b>
Argentina	336 359	426 488	530 158	581 431	613 316	567 050	644 903	554 862	631 142
<b>Bolivia</b> (Estado Plurinacional de)	17 340	19 650	23 963	27 084	30 659	32 996	33 000	33 941	37 509
Brasil	1 666 995	2 208 837	2 616 157	2 465 528	2 472 819	2 455 385	1 802 212	1 793 406	2 048 376
Chile	172 767	218 563	252 014	266 481	278 384	260 584	243 999	250 036	277 631
Colombia	231 578	286 104	334 454	370 575	381 867	381 112	293 482	282 856	313 901
Costa Rica	30 562	37 269	42 263	46 473	49 745	50 578	54 776	56 989	57 550
Cuba	62 079	64 328	68 990	73 141	77 148	80 656	87 133	91 370	94 224
Ecuador	62 520	69 555	79 277	87 925	95 130	101 726	99 290	98 614	103 057
El Salvador	17 602	18 448	20 284	21 386	21 977	22 586	23 166	23 912	24 805
Guatemala	37 734	41 338	47 655	50 388	53 851	58 722	63 767	68 663	75 643
Haití	6 502	6 708	7 474	7 820	8 387	8 661	8 355	7 598	8 546
Honduras	14 587	15 839	17 731	18 102	18 281	19 274	20 584	21 029	22 973
México	900 045	1 057 801	1 180 487	1 201 094	1 274 444	1 314 569	1 170 567	1 077 782	1 154 703
Nicaragua	8 299	8 759	9 774	10 532	10 983	11 880	12 611	13 184	13 787
Panamá	26 594	28 917	34 374	39 955	45 600	49 921	54 316	57 821	61 838
Paraguay	22 347	27 239	33 716	33 283	38 585	40 277	36 164	36 054	38 974
Perú	120 851	147 528	171 762	192 650	201 218	201 078	189 924	191 642	211 925
República Dominicana	48 187	53 781	57 811	60 658	62 662	66 065	68 802	72 343	75 838
Uruguay	31 661	40 285	47 962	51 264	57 531	57 236	53 274	52 688	59 374
Venezuela (República Bolivariana de)	329 419	238 620	316 482	381 286	371 339	482 386	...	...	...

Fuente: CEPAL

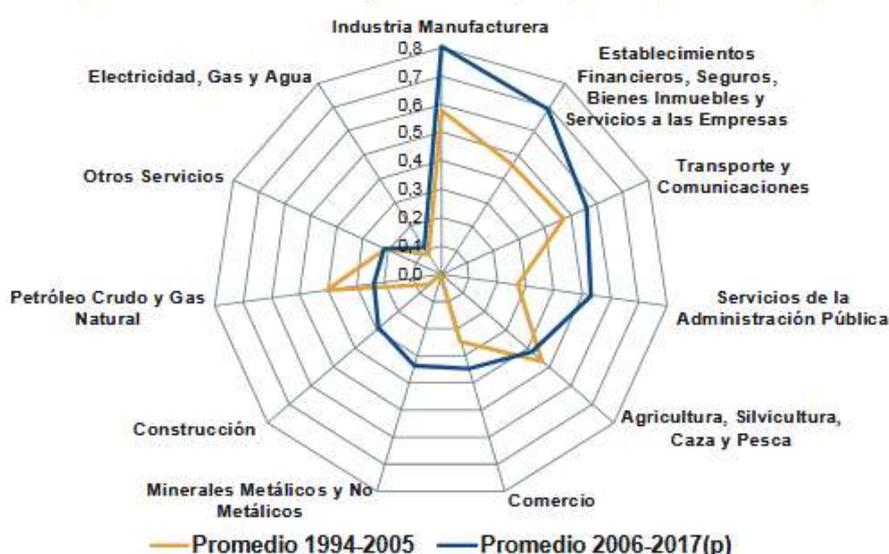
Es importante indicar que el PIB boliviano no es justamente uno de los más altos de Latinoamérica (USD 37.509.000.000), es más, se encuentra entre los más bajos, sin embargo a pesar de esto es uno de los países que como se mostraba anteriormente mantiene un crecimiento durante varias gestiones.

## 2.1. SECTORES DE LA ECONOMÍA

Por otro lado, si se habla de los sectores de la economía, a continuación se muestra un gráfico que indica la incidencia acumulada por sector sobre el PIB del país:

*Gráfico 2: Incidencia acumulada por sector en el PIB en Bolivia*

*(Promedios 1994-2005 y 2006-2017, en puntos porcentuales)*



Fuente: Banco Central de Bolivia

El gráfico 2 muestra los valores acumulados en función del PIB en Bolivia, donde se puede ver una alta incidencia del sector manufacturero, este sector en el país es bastante grande y alberga una gran cantidad de pequeñas y medianas empresas. Por otro lado los establecimientos financieros, transporte y comunicaciones juegan también un rol importante en el movimiento económico del país.

En el gráfico 3 se muestra la incidencia de los sectores en el PIB solamente considerando el periodo de Enero a Junio de 2018, en este caso el sector agropecuario es el que lidera, por detrás se encuentran los establecimientos financieros, tal cual sucedía en el anterior gráfico, hay que aclarar que en estos entran los establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas.

Gráfico 3: Variación acumulada del producto interno bruto, según actividad económica, enero – junio 2018 (p)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Otro sector importante es la construcción, mismo que en los últimos años ha sido uno de los sectores más pujantes, incrementando a esto que la regulación financiera en Bolivia ha favorecido al sector, dado que posterior a esto los créditos han mostrado una tendencia creciente en este sector.

## 2.2. ENDEUDAMIENTO

En cuanto a esto, otro factor importante en la economía de cualquier país es la deuda externa, en este caso se muestra la deuda fiscal de Bolivia, además de mostrar la relación que existe con los países de la región en relación al PIB.

Tabla 3: Endeudamiento de los países en América Latina

Deuda fiscal en América Latina	Porcentaje del PIB
<b>Venezuela</b>	80.9
<b>Argentina</b>	80.0
<b>Brasil</b>	78.0
<b>El Salvador</b>	76.3
<b>Uruguay</b>	60.6
<b>Nicaragua</b>	52.5
<b>Costa Rica</b>	52.4
<b>Bolivia</b>	51.6
<b>Colombia</b>	48.1
<b>Ecuador</b>	46.4
<b>México</b>	45.3

<b>Honduras</b>	43.8
<b>República Dominicana</b>	39.8
<b>Panamá</b>	36.8
<b>Perú</b>	26.4
<b>Chile</b>	25.6
<b>Guatemala</b>	23.7
<b>Paraguay</b>	20.4

*Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial*

*La deuda fiscal de Bolivia es de 51,6% sobre su PIB, se encuentra aproximadamente en la mitad de la tabla de todos los países de la región, siendo Venezuela el país con más endeudamiento sobre su PIB, con un 80,9% y Paraguay el último con 20,4%, cabe resaltar que este último, como se veía anteriormente es uno de los países con mayor crecimiento de la región.*

Si bien Bolivia no se encuentra entre los países más endeudados, es relevante analizar que tampoco es uno de los países con mayor fortaleza económica, por lo cual tener un nivel elevado de deuda puede ser perjudicial posteriormente.

Además de relacionar también la inversión extranjera con la emisión de deuda del país, dado que como se mencionaba anteriormente, al tener un tipo fijo, se debe atraer dólares al país, por lo que también en los últimos años Bolivia ha emitido bonos soberanos. Por último es importante mencionar la emisión de deuda soberana del país, y mostrar una comparativa con otros países latinoamericanos:

## Gráfico 4: Emisiones internacionales de bonos en América Latina y el Caribe

(En millones de dólares)

	2013	2014	2015	2016	2017				2018	
					Trim 1	Trim 2	Trim 3	Trim 4	Trim 1	Trim 2
<b>Total</b>	<b>123 332</b>	<b>133 056</b>	<b>79 033</b>	<b>129 364</b>	<b>45 423</b>	<b>29 867</b>	<b>33 771</b>	<b>36 141</b>	<b>47 509</b>	<b>21 210</b>
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>121 518</b>	<b>129 743</b>	<b>75 863</b>	<b>124 528</b>	<b>43 937</b>	<b>28 867</b>	<b>32 467</b>	<b>35 084</b>	<b>45 658</b>	<b>20 033</b>
Argentina	1 025	1 941	3 586	33 783	13 278	6 010	2 030	6 358	10 250	1 987
Bahamas	-	300	-	-	-	-	-	750	-	-
Barbados	-	2 500	320	-	-	-	-	-	-	-
<b>Bolivia</b> (Estado Plurinacional de)	500	-	-	-	1 000	-	-	-	-	-
Brasil	37 262	45 364	7 188	20 481	9 950	6 050	4 125	11 941	10 800	3 129
Chile	11 540	13 768	7 650	5 336	2 610	3 844	5 004	2 990	3 737	1 845
Colombia	10 012	9 200	6 400	4 061	3 010	350	2 250	2 232	1 371	970
Costa Rica	3 000	1 000	1 127	500	-	300	-	-	-	-
Ecuador	-	2 000	1 500	2 750	1 000	2 000	-	2 800	3 000	-
El Salvador	310	800	300	-	951	-	-	-	-	-
Guatemala	1 300	1 100	-	700	500	830	-	-	-	-
Honduras	1 000	-	-	-	700	-	150	-	-	-
Jamaica	1 800	1 800	2 925	364	-	-	869	-	-	-
México	41 729	37 592	30 375	41 539	8 166	3 880	10 980	6 196	12 458	7 282
Panamá	1 350	1 935	1 700	2 200	150	1 302	1 569	300	-	1 425
Paraguay	500	1 000	280	600	500	-	-	-	530	-
Perú	5 840	5 944	6 407	1 960	605	2 550	4 390	1 517	1 694	1 120
República Dominicana	1 800	1 500	3 500	1 870	1 517	500	-	-	1 818	-
Suriname	-	-	-	636	-	-	-	-	-	-
Trinidad y Tabago	550	-	-	1 600	-	-	-	-	-	525
Uruguay	2 000	2 000	2 605	1 147	-	1 250	1 100	-	-	1 750
Venezuela (República Bolivariana de)	-	-	-	5 000	-	-	-	-	-	-

Fuente: CEPAL

Bolivia ha emitido una deuda de 1.000 millones de Dólares en 2017, tras haber sido su última emisión en 2013, donde solo había emitido 500 Millones de Dólares. De esta manera, representa un factor positivo dado que tener una referencia de crédito en los mercados internacionales abre la oportunidad a las empresas a futuras emisiones, y en base a esto, cada empresa cotizaría con un spread financiero sobre el tipo de interés ofrecido por la deuda soberana.

Si nos fijamos por ejemplo en Chile, su nivel de emisión de deuda es más alto y como se mencionaba, esto genera la existencia de mercado. Además emite deuda todos los años durante los cuatro trimestres del año, lo cual puede indicar también que es un país que destina inversión pública en sus sectores económicos, además de ser un país atractivo para la inversión extranjera, lo cual le da mayor ventaja a la hora de emitir deuda, puesto que su calificación de riesgo (A+, A1, A, según S&P, Moody's y Fitch Ratings respectivamente)<sup>1</sup> es aceptable y se encuentra en grado de inversión, al igual que Perú (A3, A-, A-) y conveniente para el capital internacional.

<sup>1</sup> Calificadoras de riesgo a nivel mundial

Tabla 4: Calificación de riesgo soberano

Deuda a Largo Plazo en Moneda Extranjera

	Moody's	S&P	Fitch	DBRS	NICE
ARGENTINA	B2	B	B	B	B
BOLIVIA	Ba3	BB-	BB-	-	-
BRASIL	Ba2	BB-	BB-	BB(L)	BB
CHILE	A1	A+	A	Disc.	-
COLOMBIA	Baa2	BBB-	BBB	BBB	-
COSTA RICA	B1	B+	B+	-	-
ECUADOR	B3	B-	B-	-	-
EL SALVADOR	B3	B-	B-	-	-
MÉXICO	A3	BBB+	BBB+	BBB(H)	BBB+
PANAMÁ	Baa2	BBB	BBB	-	-
PARAGUAY	Ba1	BB	BB+	-	-
PERÚ	A3	BBB+	BBB+	Disc.	BBB+
URUGUAY	Baa2	BBB	BBB-	BBB(L)	-
VENEZUELA	C	SD	RD	-	-

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas del Perú

Por otro lado, Bolivia cuenta con una calificación de (Ba3, BB-, BB-) según Moody's, S&P y Fitch Ratings respectivamente, que se encuentra en grado especulativo, por debajo de la calificación de riesgo de Chile y Perú. En el anexo 2 se encuentra la calificación de riesgo en base a la moneda nacional de cada país.

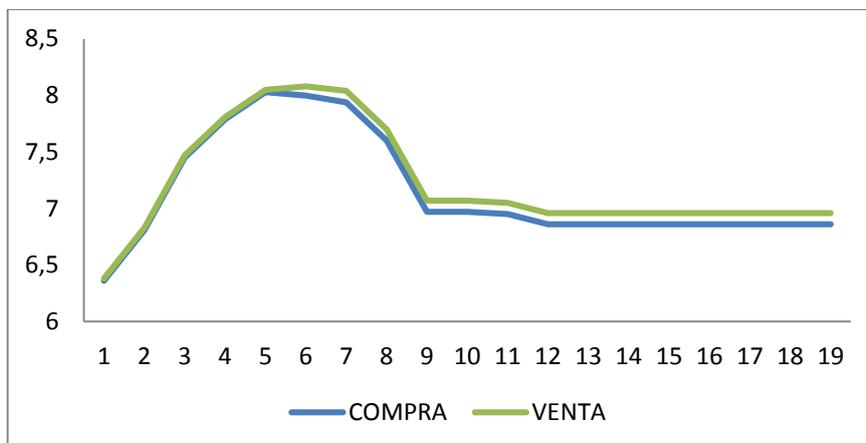
Otro de los factores importantes a mencionar es que Chile emite deuda anualmente, casi como todos los países aledaños a Bolivia, esto puede significar dos extremos, que es un país que necesita inyectar liquidez a su economía por una crisis, como es el caso de Argentina y por otro lado, se encuentran aquellos países que lo utilizan para la inversión productiva.

De esta manera, Bolivia se mantiene al margen de los dos extremos mencionados, emitiendo deuda de manera poco periódica, y esto se debe también a que anteriormente el país no tenía la capacidad de emitir esta, por sus características macroeconómicas, ahora, con mayor estabilidad económica puede ampliar su gama de alternativas.

### 2.3. ASPECTOS DE MERCADO

En cuanto a la política monetaria, Bolivia tienen un tipo de cambio fijo desde 2011, el Banco Central de Bolivia (BCB) realizó la última apreciación del Boliviano frente al Dólar el día 2 de Noviembre de aquel año, apreciando de 6,97 a 6,96 para la venta y de 6,87 a 6,86 para la compra. A continuación se muestra una representación gráfica de la variación del tipo de cambio en Bolivia desde el año 2000 hasta el 2018:

Gráfico 5: Evolución del tipo de cambio (Bs/USD) a diciembre de cada año



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCB

Para entender el gráfico considérese el año 1 como año 2000 y así sucesivamente hasta el año 2018. (Anexo 1)

El año 2008 rondaba una cotización de 7,55 para la compra y 7,65 para la venta (tal y como se muestra en la tabla), a partir de ese momento la política del tipo de cambio se ha encargado de apreciar el boliviano hasta mantener un nivel estable y fijo a partir del 2011.

*Esta política monetaria lleva al país a una dolarización de su tipo de cambio, ha sido también una política para tomar medias sobre la inflación, sin embargo este tipo de medidas también influyen en la balanza comercial del país, en este caso con mayor número de importaciones que exportaciones.*

Asimismo, en base a esto es importante indicar que en el país se tiene libertad de movimiento de capitales<sup>2</sup>, sin embargo los flujos de capital se ven ajustados a políticas económicas como límites a las inversiones en el extranjero, o comisiones en la entrada o salida de capitales, u otras políticas que corresponden a la inyección de liquidez al mercado y demás aspectos de política económica, que no afectan el concepto de libertad de movimiento de capital en el país.

Por otro lado, es preciso mencionar la inflación en el país, a continuación se muestra una ilustración de este indicador por sectores, así como una inflación general:

<sup>2</sup>

<https://www.bcb.gob.bo/webdocs/publicacionesbcb/2016/06/55/16.%20Flujos%20de%20capital.pdf>

Gráfico 6: Inflación en Bolivia

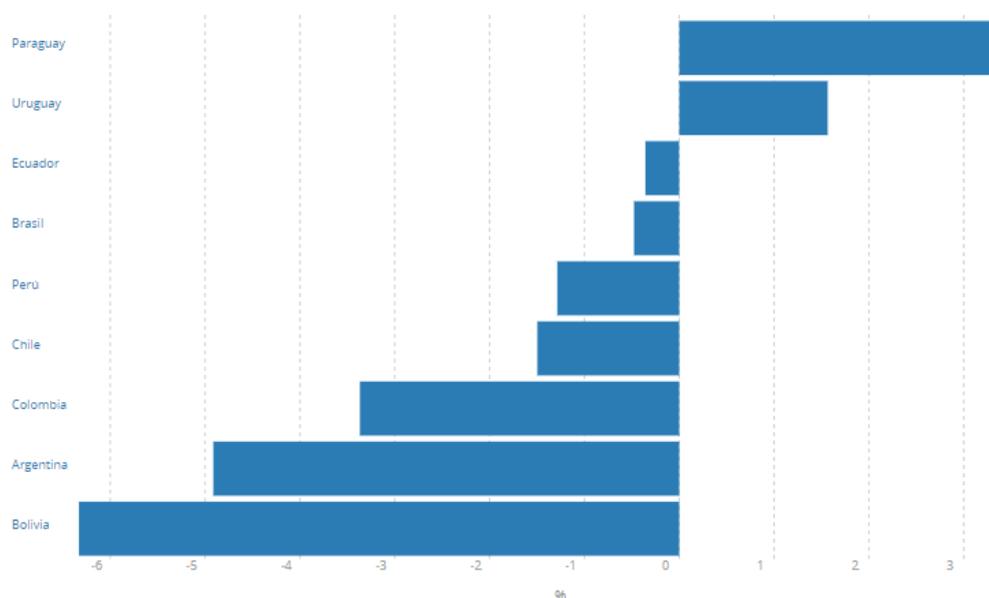


Fuente: Instituto Nacional de Estadística de Bolivia

De esta manera, la inflación es de 1,51%, éste ha disminuido en función al dato del año 2017, que era de 2,71%, y es también la más baja de la última década; anteriormente, la más baja había sido el año 2006 con un 0,24%. Asimismo ya se ha previsto un nivel de inflación de 4,04% para el 2019.

Tal y como se mencionaba anteriormente, en Bolivia existe un mayor número de importaciones que exportaciones, en base a esto se hace referencia a la cuenta corriente, este es un indicador importante dentro de la economía de un país, esta es la balanza comercial, a continuación se muestra la relación del año 2017, haciendo una comparación con países de la región:

Gráfico 7: Saldo en cuenta corriente en porcentaje del PIB



Fuente: Banco Mundial

Como se puede ver en el gráfico 7, Bolivia es el país con saldo en cuenta corriente más negativo, superando el 6%, casi al igual que todos los países de la región, a excepción de Paraguay y Uruguay que presentan un saldo positivo.

Este déficit en cuenta corriente en la economía boliviana quiere decir que los gastos son superiores a los ingresos en cuanto al comercio internacional, por lo que este se debe financiar haciendo uso de capitales externos, para poder llegar a un equilibrio.

Países con mayor solidez económica como Chile y Perú, también presentan un saldo negativo, sin embargo no tan elevado como el boliviano, que se encuentra por debajo incluso de Argentina, país que se encuentra en crisis económica en la actualidad.

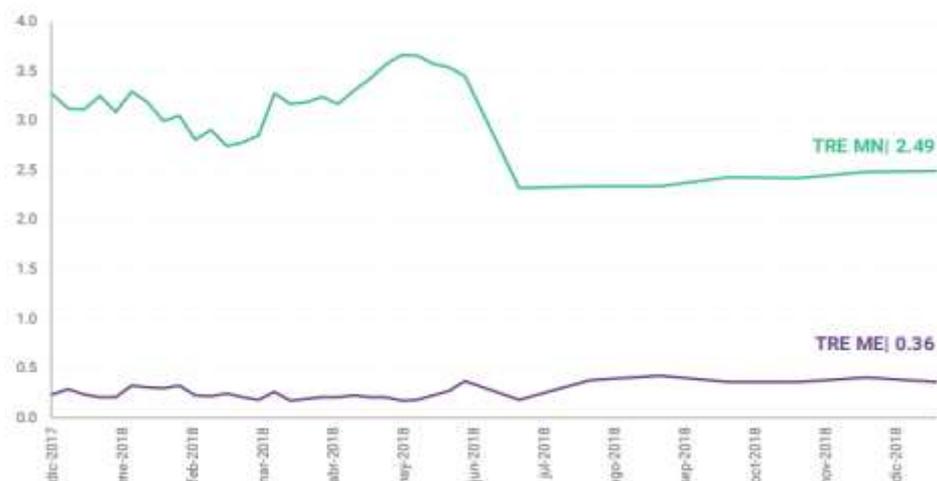
#### 2.4. TASA DE REFERENCIA INTERBANCARIA (TRE)

En cuanto a lo económico y financiero, que es de importancia también para el mercado de valores en el país, es relevante analizar el comportamiento de la Tasa de Referencia Interbancaria (TRE), misma que es la tasa de interés que se incrementa a la tasa base de los préstamos con interés variable en el país otorgado por las entidades de intermediación financiera.

*Esta mide el costo de los recursos que captan las instituciones financieras, con la finalidad de que sus disminuciones o incrementos se reflejen en sus tasas activas.*

Bajo ese precedente, en el siguiente gráfico se muestra dicho comportamiento, indicando una tasa de referencia en moneda nacional y una tasa de referencia en moneda extranjera, que en el caso boliviano pues siempre se toma en cuenta el dólar estadounidense (USD).

Gráfico 8: Evolución de la TRE



Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019

La TRE MN hace referencia a la tasa de referencia en moneda nacional, y la TRE ME es la tasa de referencia en moneda extranjera. En la gestión pasada, la TRE al 31 de diciembre de 2018, llegó a un valor de 2.49% en moneda nacional y de 0.36% en moneda extranjera.

Es importante mencionar que la tasa en bolivianos presenta una disminución con respecto a la tasa que se ha registrado en diciembre de 2017 (3.25%), por otro lado, en cuanto a la tasa de en moneda extranjera (USD) se muestra un incremento dado que en diciembre de 2017, la tasa se registró en 0.21%

## 2.5. BOLIVIANIAZACIÓN

En Bolivia también existe la llamada “bolivianización”<sup>3</sup>, es decir, un incentivo en cuanto a políticas económicas y financieras para que se recupere la confianza en la moneda nacional (Boliviano) y se lo utilice en mayor proporción que el dólar; de esta forma, Hernán Aguilar indica lo siguiente:

*“La ‘bolivianización’ es el proceso paulatino mediante el cual la moneda nacional recobra en mayor grado las funciones convencionales del dinero: medio de pago, unidad de cuenta, depósito de valor y patrón de pagos diferidos. Por su parte, la ‘bolivianización financiera’ se refiere al proceso en el cual los residentes nacionales usan la moneda doméstica*

<sup>3</sup> [https://www.bcb.gob.bo/webdocs/seccioneducativa/cartilla\\_bolivianizacion\\_bcb-11.pdf](https://www.bcb.gob.bo/webdocs/seccioneducativa/cartilla_bolivianizacion_bcb-11.pdf)

*principalmente para fines de depósito y crédito en el sistema financiero. Dado el alto grado de dolarización financiera que hubo en Bolivia, la bolivianización financiera es un proceso de desdolarización financiera.” (Aguilar, 2013: 84)*

Según el boletín del BCB, la bolivianización es importante por los siguientes motivos:

*Figura 1: Importancia de la bolivianización*

- Facilita las transacciones cotidianas y evita pérdidas relacionadas a la compra y venta de moneda extranjera. (\*)
- Puesto que nuestros sueldos e ingresos son en Bolivianos, es más fácil pagar deudas en Bolivianos y comprar cosas cuyos precios estén en Bolivianos.
- Recupera la soberanía monetaria, lo que permite al Gobierno Nacional controlar de manera más directa la cantidad de dinero en la economía para mantener la estabilidad de precios.
- Ayuda a hacer más fuerte al sistema financiero pues los depósitos y préstamos están mayormente en Bolivianos y tienen el respaldo de nuestras autoridades. (\*\*)
- Contribuye a fortalecer la economía del país frente a crisis externas y da mayor libertad al Gobierno para la aplicación de sus políticas.

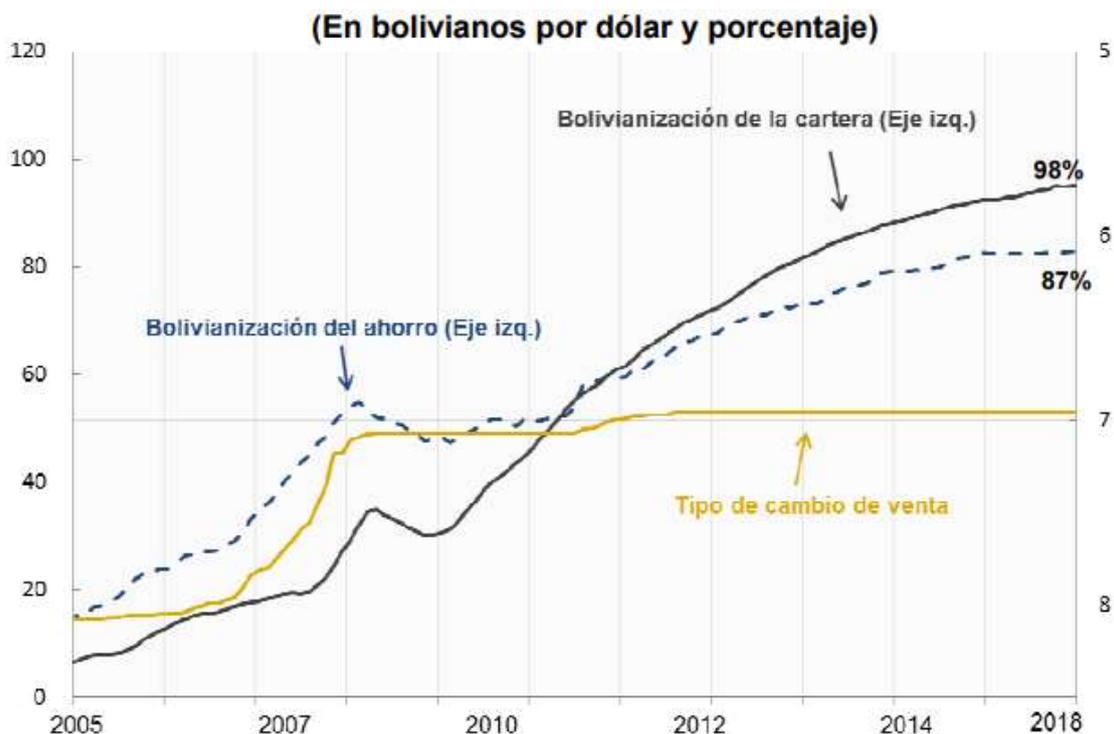
*Fuente: Banco Central de Bolivia*

Una vez detallado esto, hay que mencionar que esto ha consistido en establecer tipos de interés más altos para las negociaciones en moneda extranjera (USD), incluso el costo de mantener dinero en cuenta para dólares es elevado en comparación con la moneda nacional (boliviano), lo cual ha generado que la gente tenga sus ahorros en moneda nacional en las instituciones financieras.

Esto está ligado a los tipos de cambio, tal y como se ha mencionado con anterioridad, en el año 2011 se implementó una política cambiaria que establece que el tipo de cambio con el USD se mantiene fijo, justamente también para incentivar la ya mencionada “bolivianización”; de esta forma, los últimos ocho años la economía boliviana no sabe lo que es una variación cambiaria, lo cual podría ser en efecto perjudicial posteriormente en caso de que esta deba volver a ser determinada por el mercado.

En base a lo mencionado, se muestra a continuación un gráfico que muestra la evolución del ahorro y la cartera del sistema financiero en función de la implementación de la ya expuesta “bolivianización” y sus políticas:

Gráfico 9: Tipo de cambio oficial y bolivianización del sistema financiero

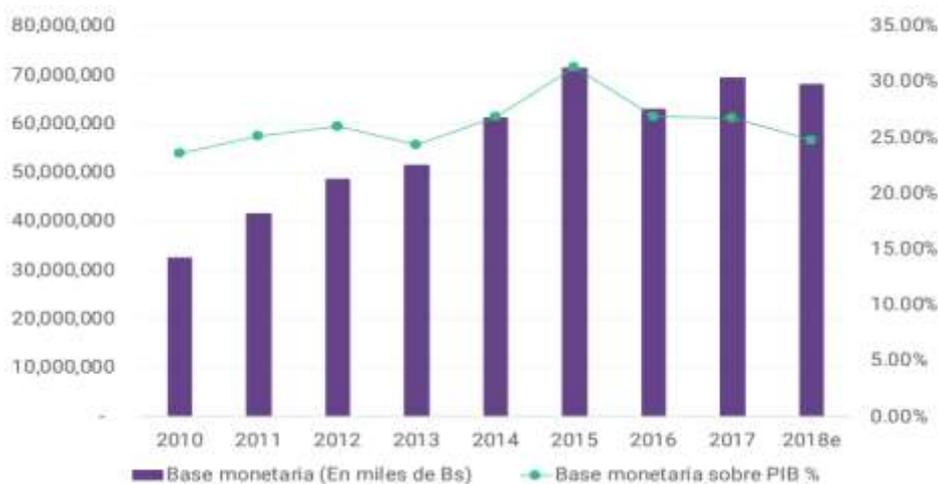


Fuente: Banco Central de Bolivia

Como se puede ver en el gráfico 9, la bolivianización de la cartera (línea continua) y del ahorro (línea discontinua) responde a un 98% y 87% respectivamente a 2018, una evolución considerable respecto al año 2005, donde tanto el ahorro como la cartera del sistema financiero en Bolivia no superaban el 20% en moneda nacional, casi un 80% respondía a dólares americanos. De esta manera, a través de las políticas aplicadas por las entidades correspondientes este porcentaje ha ido incrementando a lo largo de los años, en el gráfico también se muestra la evolución del tipo de cambio, donde se denota la política utilizada en el año 2011 de mantener el tipo de cambio fijo.

Otro aspecto importante a mencionar es que la base monetaria en el país, que hace referencia al dinero en circulación, es decir, billetes y monedas, esta es la siguiente:

Gráfico 10: Evolución de la base monetaria



Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019

La base monetaria del año 2018 relación a la base monetaria del año 2017 se reduce levemente, sin embargo el cambio no es sustancial, por otro lado esto indica también que en cuanto a liquidez no se ha sufrido una variación relevante, esto analizando también en base al Producto Interno Bruto (PIB). El hecho de que la liquidez en el país no incremente pues puede ser signo de menor inversión por parte del sector privado.

### **3. MARCO REFERENCIAL**

El capítulo presenta los lineamientos principales, haciendo énfasis en las referencias, antecedentes y además en las bases metodológicas del estudio.

#### **3.1. ANTECEDENTES DEL MERCADO DE VALORES EN BOLIVIA**

El mercado de valores en Bolivia data sus inicios en el año 1989, año en el que la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), empresa privada, inicia sus operaciones; sin embargo esta se había creado años atrás, y se mantenía a la espera de un mercado establecido con las autorizaciones legales pertinentes, de esta manera se marca un hito en el sistema financiero boliviano, puesto que el mercado inicia a sufrir cambios importantes, una economía que hasta ese momento solo había sido tenido gran participación del sector bancario incorporaba una alternativa más dentro del sistema.

El desarrollo del sistema financiero en Bolivia aquella época constaba de dos escenarios a tener en cuenta, por un lado la banca, que ya estaba establecida y en funcionamiento y sobre la cual la finalidad principal era mejorar su eficiencia, y por otro lado el mercado de valores que todavía se encontraba en proceso de estructuración, y como alternativa a la financiación, es por eso que la finalidad fue la implementación de un mercado como tal en cuanto al aspecto regulatorio.

Dado esto, en el año 1993 se promulga la ley de Bancos y Entidades Financieras, en 1995 la ley del Banco Central de Bolivia y en 1998 la Ley del Mercado de Valores. Indica (Álvarez, 2007) que una vez realizadas dichas promulgaciones, el sistema financiero, ya con un nuevo componente, se declina a una reestructuración de mejora, implementando nuevos conceptos financieros e instituciones que coadyuvan al desarrollo del sistema en su conjunto. Y ante esto como toda promulgación de ley, políticas o lineamientos se esperaban resultados en el tiempo. (Álvarez, 2007)

De acuerdo a (Álvarez, 2007), “un resultado a destacar es la creación e implementación de un nuevo esquema regulatorio, a través de la conformación de las Superintendencias e Intendencias con claras facultades para regular y fiscalizar al mercado y sus participantes.” Estas últimas, eran en aquel entonces las que regulaban este tipo de actividades financieras, a día de hoy existe la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), que es la entidad que cumple dichas funciones.

De igual manera afirma que este paso había sido importante, dado que además inicia un periodo institucionalmente financiero, dándose origen a los llamados inversionistas institucionales en el país, estos son los fondos de inversión, fondos de pensiones y las compañías de seguros previsionales, entidades cuya actividad se remite a tener capacidad para intermediar recursos fundamentalmente de mediano y largo plazo. (Álvarez, 2007),

(Álvarez, 2007) argumenta que también se estableció la promulgación de normativa para el funcionamiento de entidades que prestan servicios auxiliares tales, o denominadas también empresas de servicios complementarios, como ser las calificadoras de riesgo y entidades de depósito de valores, entidades que en la actualidad son fundamentales para el mercado de valores boliviano, además de la consolidación de nuevos mecanismos de financiamiento e inversión como la titularización y el leasing.

Por otro lado, profundizando el tema de la bolsa en Bolivia solo existe una institución con esa denominación, esta es la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (BBV) situada en la Ciudad de La Paz, sede de gobierno del país, esta se introduce en un mercado del que poco se sabía en Bolivia, es más, es una de las bolsas más jóvenes de Latinoamérica y el mundo en general, como lo muestra la siguiente figura 1:

*Figura 2: Fecha de fundación de bolsas de valores*

País	Bolsa	Fecha de Fundación
Inglaterra	Bolsa de Valores de Londres	1570
Estados Unidos	Bolsa de Valores de Nueva York	1792
Francia	Bolsa de Valores de París	1794
Venezuela	Bolsa de Valores de Caracas	1840
	Comenzó a funcionar	1947
Perú	Bolsa de Valores de Lima	1860
	Comenzó a funcionar	1971
México	Bolsa Mexicana de Valores	1886
	Comenzó a funcionar	1908
Brasil	Bolsa de Valores de Sao Paulo	1890
Chile	Bolsa de Comercio de Santiago	1893
Colombia	Bolsa de Bogotá	1928
Bolivia	Bolsa Boliviana de Valores S.A.	1979
	Comenzó a funcionar	1989

*Fuente: Bolsa Boliviana de Valores*

Así mismo, según el portal web de la (Bolsa Boliviana de Valores, 2019), en sus inicios necesitó de colaboración internacional para la formación de sus funcionarios, en este caso con apoyo internacional, puesto que en el país no había experiencia previa, es así que se recurrió al apoyo del Instituto Interamericano del Mercado de Capitales con sede en Caracas, Venezuela. Dicho organismo financió la capacitación técnica de varios funcionarios, tanto de la bolsa como de la Comisión Nacional de Valores. Por otro lado, este instituto envió a Bolivia varias misiones de técnicos que programaron las acciones necesarias con la finalidad de poner en marcha una bolsa de valores en el país.

La bolsa se ha mantenido en crecimiento en cuanto a sus montos negociados dentro de sus operaciones, sin embargo los instrumentos y

actividades financieras por el momento siguen siendo iguales, existe un mercado de renta fija y renta variable que se mantienen operativos.

Desde sus inicios, la Comisión Nacional de Valores careció de un adecuado apoyo estatal para desarrollar un mercado de valores en el país, se demoró mucho tiempo para que se pueda poner en marcha el proyecto ideado, esto debido a la burocracia en el tema regulatorio de autorización. (Bolsa Boliviana de Valores, 2019)

Una vez establecido el mercado de valores y el sistema financiero en general, indica (Álvarez, 2007) que en Febrero del 2009, Bolivia vuelve a sufrir un cambio importante en su sistema financiero, esta vez en la regulación, haciendo énfasis en la entidad regulatoria como tal, de acuerdo a esto nace la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, (ASFI), institución que se hace cargo en la actualidad del control y supervisión de las entidades financieras, incluyendo aquellas de valores y seguros.

De esta forma, en Bolivia existe solo una institución que regula todo el sistema financiero, en una economía en la que predomina el sector bancario en la financiación y que muestra un mercado de valores todavía en crecimiento con participación creciente pero no potencialmente fuerte en el sistema financiero.

### **3.2. FORMULACIÓN Y JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA**

La situación del mercado de valores en el *sistema financiero boliviano en la actualidad muestra que la banca es el sector dominante, de hecho, tanto empresas como personas particulares tienen mayor preferencia por la financiación bancaria que por el mercado de valores*, esto debido al poco conocimiento e información de este último en el país.

Uno de los problemas más latentes de este fenómeno es el desconocimiento de la población con relación al mercado de valores, y esto es evidente dado que las operaciones de la bolsa no son publicadas a nivel nacional, es decir por ejemplo, no se emiten noticias referentes a las negociaciones, no existe información de un benchmark<sup>4</sup>, debido a que este no existe, entonces, es difícil para la gente que no tiene formación económica financiera esté al tanto de esta alternativa en el sistema financiero, y por inercia, lo primero que se hace es acudir a una entidad bancaria cuando se necesita fondos o cuando se quiere ahorrar o invertir.

Lo que se acaba de mencionar no es un aspecto mínimo, en Bolivia existen muchos pequeños y medianos empresarios (PyMEs), que por lo general acuden al sector bancario para obtener financiación para su negocio, sin embargo podrían hacerlo a través de la BBV, pero he aquí otro problema grande, el mercado destinado a este sector empresarial de la economía está establecido, pero poco desarrollado y no ofrece muchas ventajas o garantías para ser una

---

<sup>4</sup> Índice que sirve de referencia de mercado para inversionistas ya sea institucionales o particulares.

alternativa estratégica. La negociación en esta plataforma adicional es casi nula, existe escasa participación por parte de las empresas de este sector en el mercado de valores.

*Por otro lado, las herramientas bursátiles son muy importantes dentro de un mercado, como ser un índice de mercado, que por el momento no existe, ni de renta fija ni de renta variable, pero esto es un tema para tocar en largo, puesto que configurar un índice de renta variable sin profundizar la negociación en ese mercado no serviría de nada, en la actualidad, gran parte de las negociaciones en el mercado de valores boliviano son parte de renta fija, en específico según reportes de la BBV, la negociación en renta fija el 2018 ha sido de casi el 97%, mientras que la negociación en renta variable solo ha alcanzado el 3%.*

El porcentaje no sería un problema si la negociación fuese constante y dinámica, como debería serlo en un mercado de renta variable, pero en el caso boliviano, la negociación es escasa, es decir que no podríamos encontrar en una plataforma la evolución de una acción o su movimiento en tiempo real porque no existe, por lo menos no visible al público.

Esto sucede porque las negociaciones suelen ser temporales, cayendo nuevamente en la posición de que no es un mercado para nada dinámico, un aspecto que también pone en riesgo su desarrollo si no se toman medidas a mediano o largo plazo para que se empiece a profundizar.

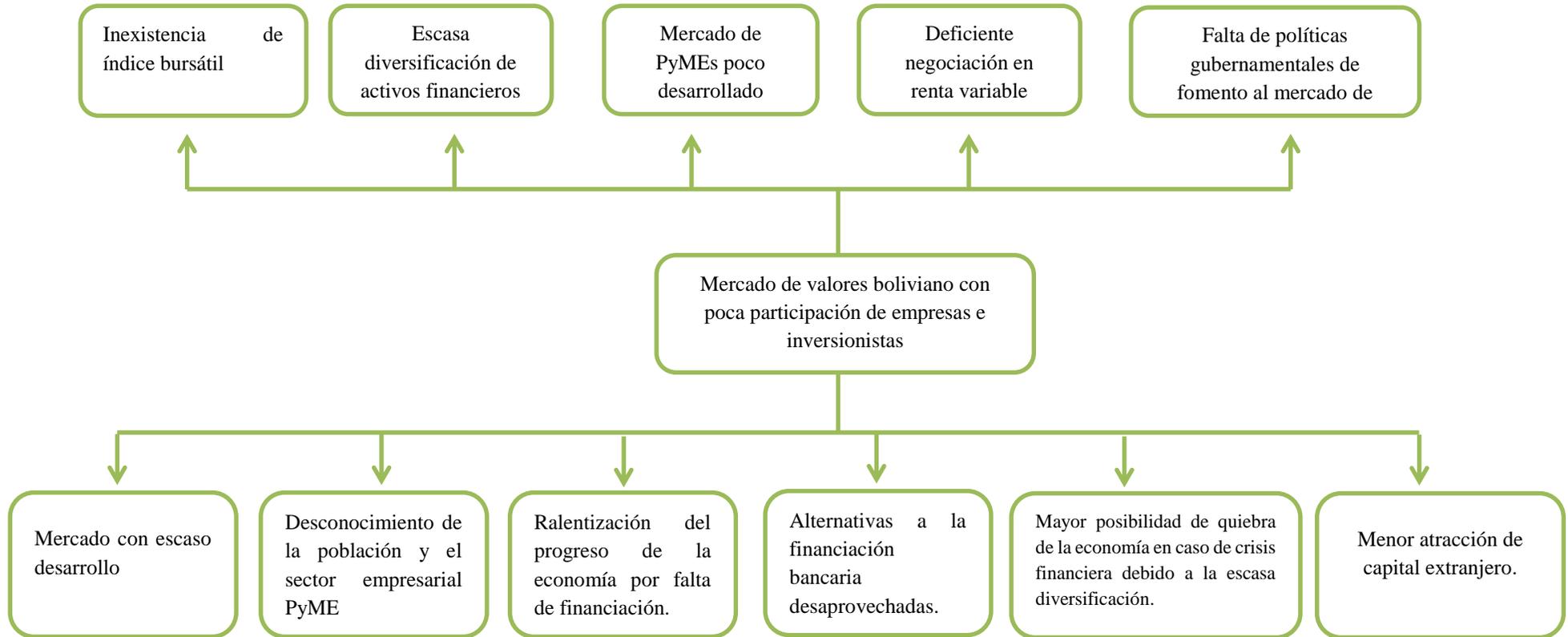
Retomando el tema de los índices bursátiles, sería adecuado que el mercado tenga un parámetro; los fondos de inversión, deben calcular su propio benchmark en los prospectos de emisión de los fondos ante la inexistencia de esta herramienta, lo cual, representa un impedimento para el desarrollo del mercado.

En cuanto a los tipos de activos financieros que se negocian, *solamente existen dos, la renta fija y la renta variable. Otro aspecto que limita el crecimiento, es que no existen cámaras de negociaciones con derivados, dado que no se negocian ninguno de estos instrumentos*, la existencia de estos en el mercado aportaría para la cobertura de riesgos en las operaciones y por supuesto para la posición en corto en las negociaciones.

Por lo tanto, para identificar la problemática central, se procede a realizar un árbol de problemas con los aspectos ya mencionados.

### 3.2.1. Árbol de problemas

Figura 3: Árbol de problemas



Fuente: Elaboración propia

Una vez realizado el análisis se puede notar *un mercado con escaso desarrollo, dado que si bien se han implementado sistemas electrónicos de negociación, esto todavía no ha llegado a cubrir el cien por cien de las negociaciones*, que de cierta forma repercute en el desarrollo que se puede llegar a alcanzar, a su vez, a esto se le suma nuevamente el desconocimiento de la población y la lejanía que tanto empresas como inversores tienen.

Un sistema financiero con mayor fuerza por parte de la banca, al existir una alternativa interesante de inversión y/o financiamiento y esta ser desaprovechada, se debe a la existencia de prácticas que deben ser mejoradas; el problema es que también se depende de políticas que el estado pueda promulgar, dado esto, es preciso mencionar que en el país se tienen políticas de incentivo al desarrollo del sector bancario pero no así al sector de los valores.

Esto hace que de cierta forma el mercado de valores se encuentre en las sombras del sistema financiero, por lo cual se necesitan estrategias, para ello en base al análisis de problemas, se concluye la siguiente cuestionante como premisa al desarrollo del trabajo:

### *3.2.2. Formulación del problema*

¿Cómo se podría incentivar la participación de empresas e inversores en el mercado de valores boliviano?

Para responder a esa problemática, se deben plantear objetivos, mismos que se detallan a continuación:

### *3.2.3. Objetivo general*

- Plantear estrategias base que incentiven la participación de empresas e inversores en el mercado de valores boliviano.

### *3.2.4. Objetivos específicos*

- Analizar la situación macroeconómica actual de Bolivia.
- Analizar la actualidad del mercado de valores en Bolivia y la Bolsa Boliviana de Valores.
- Diseñar estrategias que respondan a los problemas identificados en el mercado de valores en Bolivia.
- Analizar el potencial que tendría la aplicación parcial o total de las estrategias planteadas.

## **3.3. METODOLOGÍA**

El presente trabajo consta de un análisis y proposición cualitativa, a través de herramientas y métodos que se desarrollan debajo:

### *3.3.1. Enfoque metodológico*

El presente trabajo tiene como finalidad el análisis y la aplicación propositiva de estrategias al mercado de valores boliviano, para llegar a ello la metodología utilizada es la selección de mercados referentes de países que se

consideren útiles para el desarrollo del proyecto. En este caso se utilizan mercados regionales (sudamericanos) y mercados pertenecientes a países de otros continentes (europeo).

El criterio de selección en cuanto a los mercados regionales se debe a la realidad económica y financiera de un continente, las culturas de los inversores y además la situación de los mercados. De esta forma, los países seleccionados son Perú y Chile, el primero con un mercado de valores no entre los más grandes de la región pero si con bastante crecimiento, y el segundo situado entre uno de los mercados más desarrollados en Sudamérica, además de que ambos son sin ninguna duda un referente de mercado.

Por otro lado, se considera el mercado español como otro referente, haciendo énfasis sobre todo a la participación que tienen muchas empresas en el mercado sudamericano, debido a que cuenta con un mercado de valores desarrollado, con las herramientas tecnológicas necesarias e instrumentos financieros de un mercado de primer nivel.

Además de realizar un análisis detallado del mercado boliviano, en cuanto a instrumentos, montos de negociación, plataformas de negociación, herramientas bursátiles y características del sistema financiero en su conjunto. Esto a través de un análisis documental y de información proporcionada públicamente por las instituciones financieras y no financieras correspondientes.

### *3.3.2. Participantes del trabajo*

Los participantes del trabajo en general son las bolsas de valores de los países analizados y además los propios mercados de dichas bolsas, a través de una revisión documental detallada.

### *3.3.3. Métodos e instrumentos de recolección de datos*

La recolección de datos consta de la revisión documental de entidades que aporten datos del mercado de interés, toda información es de carácter público. En este caso, el método llega a ser exclusivamente cualitativo.

#### *3.3.3.1. Método analítico*

Este método permite descomponer un objeto de estudio en sus partes para analizar sus causas, efectos y la naturaleza, permite estudiar un objeto en particular, en este caso el mercado de valores boliviano.

#### *3.3.3.2. Método deductivo*

Consiste en analizar un fenómeno desde lo general a lo particular, dentro de esto, la conclusión se halla implícita en las premisas, aspecto que es de total utilidad en este trabajo, puesto que en base al análisis del mercado se diseñan estrategias.

#### *3.3.3.3. Técnicas e instrumentos*

Dentro de las técnicas para analizar la información se utilizan las siguientes:

- Revisión bibliográfica, con la finalidad de conformar una base teórica sólida para el posterior análisis del tema principal.
- Consulta de fuentes secundarias, dado el momento de realización del trabajo fin de master, es importante realizar un análisis en base en fuentes secundarias fidedignas como ser la Bolsa Boliviana de Valores, Banco Central de Bolivia, Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI).

#### 3.3.4. Tipos de estudio

A continuación se muestran los tipos de estudio utilizados en el presente trabajo de fin de master.

##### 3.3.4.1. Descriptivo

Se procede al análisis de las variables y condiciones del mercado de valores en Bolivia, y posteriormente describir sus características, modelos, instrumentos y tecnología del mercado.

##### 3.3.4.2. Propositivo

Una vez analizados los datos, el trabajo fin de master propone estrategias en base a los fundamentos obtenidos previamente.

#### **4. BASES TEÓRICAS DEL MERCADO DE VALORES**

Dentro de un mercado de valores, o mercado financiero en sí, deben existir estrategias de desarrollo constantemente, esto con la finalidad de generar mayor confianza tanto en el inversor como en las empresas que participan en él. Es imprescindible mencionar que un mercado de valores en su máxima esencia negocia con activos de renta variable, es decir acciones, además de negociar otro tipo de productos financieros, además de formar parte de la estructura financiera de cada país, en algunos con más participación que otros.

Es así que (Córdoba, 2015) indica que el mercado de valores juega un papel muy importante dentro de las economías, pues permite diversificar el riesgo, además de tener la capacidad de cubrirlo y por último facilitar la fluidez del dinero para poder financiar proyectos.

En base a esto, se puede argumentar entonces que un mercado de valores en desarrollo apoya directamente a la economía de un país. Además de que este traspasa fronteras, de tal modo que ya hace muchos años esto es a nivel global, sobre todo con el desarrollo incesante de la tecnología.

(Martin, 2011) indica que “un mercado financiero se puede definir como un mecanismo que reúne a vendedores y compradores de instrumentos financieros, por el cual, a través de sus sistemas, se facilitan las negociaciones.”

Conforma también un pilar fundamental en aquellas economías que mantienen una estructura financiera equilibrada<sup>5</sup>, es preciso mencionar que las crisis financieras provienen en casi todos los casos de la banca, entonces, una economía estructuralmente equilibrada sufre menos daños.

##### **4.1. CONFORMACIÓN DEL MERCADO DE VALORES**

La conformación de un mercado de valores se da prácticamente en dos clasificaciones, el mercado de renta fija y el mercado de acciones o renta variable, en primer lugar veremos lo que es el mercado de deuda:

Donde, (Martin, 2011) indica que los instrumentos de renta fija generan flujos de capital que son conocidos previamente dado que ya se anticipa en el prospecto de emisión el cupón y demás características propias de este instrumentos.

Estos instrumentos son masivamente utilizados en los mercados bursátiles, por las empresas en el caso de adquirir financiamiento para la inversión, y de igual manera por el estado, así como también para los inversores, quienes otorgan recursos con la finalidad de obtener un rédito financiero.

---

<sup>5</sup> Economías que tienen una participación equiponderada del mercado de valores y la banca

Además, se pueden mencionar a las acciones (Córdoba, 2015), que son los activos financieros que emiten las empresas también en busca de capital como financiación para aumentar su capital social, de esta manera aquellos que han depositado su dinero, se convierten en accionistas, quienes posteriormente pueden obtener ganancias a través de la venta de las acciones en el mercado secundario o a través del cobro de dividendos.

Es así que en base a estos dos pilares fundamentales, la importancia del mercado de valores reside en un ciclo marcado por las necesidades de capital, donde aquellos que son superavitarios de él pueden transferirlo a través de un mercado establecido. Además un mercado de valores funciona como un mercado de intermediación directa, donde funcionan los mercados primarios y secundarios que serán desarrollados posteriormente. Conforme a lo mencionado, a través de estos mercados se da el proceso por el cual las empresas acuden al mercado de valores, la financiación.

#### **4.2.       ACTIVOS Y OPERACIONES**

Así mismo, una vez mencionados los dos pilares de un mercado, es importante definir qué es un activo financiero y para definirlo se cita a (Heras, 2001) quien indica que este “es un contrato que concede al inversor, ciertos derechos que en el futuro deberían ser satisfechos con cargo al emisor del mismo; por tanto, es un medio de mantener riqueza para quien lo posee y un pasivo para quien lo genera.”

Dentro de ello, los activos financieros tienen un rol de características, como ser el riesgo, la liquidez y la rentabilidad, bases fundamentales en el análisis de estos instrumentos.

(Córdoba, 2015) afirma que “a través de la historia se ha demostrado que el precio de las acciones y otros activos es fundamental para la dinamización de la actividad económica de un país, constituyéndose así en un indicador de su situación económica. El mercado de valores es a menudo considerado el principal indicador de la fortaleza económica y el desarrollo de un país.”

Un activo posee un valor económico que es intercambiable y además a través del cual se pueden sacar réditos financieros futuros. La emisión de un activo genera una deuda a la parte emisora (vendedor) y un derecho a la otra parte (comprador), y esto se puede ver de la siguiente manera:

**“Acciones:** son la fuente de financiación más barata que podría tener la empresa ya que no tiene que pagar ningún interés fijo, sino únicamente los beneficios cuando los hubiere ya que los accionistas corren con el riesgo de negocio de la empresa.” (Martin, 2011: 10)

**“Instrumentos de renta fija:** constituyen una fuente de financiación con un determinado coste para la empresa ya que esta debe pagar un determinado interés o rentabilidad a los inversores que estén dispuestos a tomar únicamente riesgo crediticio con la empresa. (Martin, 2011: 10)

Para los emisores entonces la financiación representa una deuda por la cual se ha de pagar una tasa pasiva, y para otros agentes es una inversión, que son los que depositan su dinero y confianza en la deuda de las compañías.

En cuanto a los bonos, (Jiménez, 2010) indica que son valores de Renta fija, que se cotizan en las Bolsas, además de que estos son documentos de deuda emitidos por entidades que pueden ser gobiernos nacionales, provinciales, municipales o también empresas privadas. Este tipo de instrumentos otorga a su propietario el derecho a cobrar intereses, así como la devolución del capital o principal al vencimiento, estos establecidos en el prospecto de emisión; el cobro de intereses se realiza de manera periódica.

Estos son instrumentos vastamente utilizados por las empresas y las instituciones estatales de los países, con la finalidad de obtener financiamiento, deciden ingresar a un mercado transparente, de donde obtendrán capital y posteriormente pagaran un cupón como interés y luego devolverán el capital.

Por otro lado, se encuentran instrumentos como ser las operaciones repos (Córdoba, 2015), que derivan de otros activos financieros, mismas que son cesiones temporales de activos financieros con el compromiso de recompra con la contraparte, donde la rentabilidad que se obtiene deriva de la diferencia entre el precio de compra y el precio de recompra.

Estos son muy utilizados en los mercados de valores, y en Bolivia representan una gran proporción de la negociación anual en bolsa, como se podrá ver más adelante. Por otro lado, si bien existen activos e instrumentos, pues también existen actividades que operan con ambos, como ser los fondos de inversión, que en base a lo que argumenta (Córdoba, 2015) son entidades de las que se compra una participación a través de la entrega de dinero, por lo que una vez hecho esto, el fondo invierte el capital de todos los participantes en diversos instrumentos financieros a través de la conformación de una cartera de inversión, y posteriormente repartiendo los beneficios obtenidos en proporción de las inversiones; asimismo estos corren un determinado riesgo, dependiendo en todo momento del Asset Allocation de su cartera y de las estrategias asumidas.

Por otro lado, además de activos financieros de deuda y acciones, existen otro tipo de activos con una finalidad distinta la de los mencionados, en función de que todo en el mercado de valores gira en torno a la rentabilidad, estos instrumentos giran en torno a otro objetivo principal adicional, el riesgo y su cobertura.

Los derivados financieros son instrumentos financieros que se encuentran vinculados a un activo subyacente, que pueden ser acciones, índices bursátiles u otros., como las mercancías de los commodities, estas a su vez se negocian en los mercados secundarios de acuerdo a sus características, y pueden ser clasificados en Futuros, Opciones, Forwards y Swaps, como sus cuatro principales representantes.

En base a esto y a la gestión y cobertura de los riesgos, además de ello se debe considerar la rentabilidad que se puede obtener de cada operación, es por eso que dentro de un mercado de valores se debe tener en cuenta el rendimiento de los activos financieros, algunos con rendimiento explícito y otros con rendimiento implícito, a continuación se describen los activos con rendimiento explícito según (Córdoba, 2015). Estos son aquellos en los que el rendimiento esta expresado en los intereses o cualquier otro tipo de retribución financiera pactada previamente.

Existen diversos activos con rendimiento explícito en el mercado, estos son los que producen rendimiento, pero al momento de otorgar un rendimiento el activo se mantiene en propiedad del titular.

A su vez se pueden encontrar en el mercado títulos que contengan un rendimiento implícito, distinto a lo que se ha explicado en la anterior cita. (Córdoba, 2015) argumenta que los activos financieros con rendimiento implícito son aquellos que cuyas operaciones incluye un rendimiento que se fija total o parcialmente de forma implícita, a través de documentos como ser las letras de cambio, los pagarés, bonos, obligaciones y otros. Estos se deducen de igual manera mediante el valor de adquisición y el valor de transferencia de los activos, obteniendo o no, un rendimiento en dicha operación. Son los que por lo general producen una ganancia a través de la venta del activo.

Una vez mencionados los dos tipos de rendimientos que pueden conllevar los activos financieros, también existen aquellos que llevan rendimientos mixtos, lo cual puede combinar un rendimiento fijo y variable, además de que cada instrumento contiene características sobre las cuales el inversor puede determinar o saber con anticipación el manejo y la operativa de las ganancias.

### **4.3. LA BOLSA**

Según (Céspedes, 2017), “la bolsa de valores tiene como funciones principales, otorgar liquidez, informar a los inversionistas y valorar, es por esto que deben operar en un mercado donde se puedan realizar transacciones financieras, estos son llamados mercados financieros.”

En base a esto, la bolsa como tal se puede definir de acuerdo a (Jiménez, 2010) como un sistema que permite conducir fondos para financiar a las empresas, al mismo tiempo esta entidad atrae capitales de entes superavitarios de dinero y permite la realización de inversiones de manera estandarizada.

Es importante mencionar que a través de la bolsa se da la negociación dinámica de precios, a través de plataformas e instrumentos tecnológicos que facilitan las órdenes de compra y venta e impulsan el dinamismo del precio de los activos. Por último, es importante mencionar las funciones principales de una bolsa de valores:

- **“Función de Liquidez:** facilidad de transformar un activo financiero en dinero. Dotar de liquidez a los activos que en el mercado se negocian.” (Jiménez, 2010)
- **“Función de Inversión:** las empresas se aprovechan de ese mercado de valores organizado. El mercado secundario favorece que el ahorro se destine hacia inversiones de carácter productivo.” (Jiménez, 2010)
- **“Función de Participación:** las participaciones y acciones otorgan a su titular el derecho de voto en las negociaciones (juntas de accionistas).” (Jiménez, 2010)
- **“Función de Valoración:** el valor de una empresa sería la suma total de la cotización en un momento determinado de sus acciones.” (Jiménez, 2010)
- **“Función de Circulación:** el mercado de valores facilita la circulación y movilidad de la riqueza mobiliaria.” (Jiménez, 2010)
- **“Función de Información:** canaliza y asegura el flujo de comunicación entre la empresa y sus accionistas. La bolsa exige a las empresas que cotizan en ella una importante información de sus actividades.” (Jiménez, 2010)
- **“Función de Protección frente al Ahorro:** si invertimos en acciones obtenemos flujos o dividendos generados por las acciones además de la posible revalorización del valor de las acciones o plusvalía.” (Jiménez, 2010)

#### **4.4. NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES**

De acuerdo a Martín, M. (2011) “el mercado primario es aquel donde se venden públicamente nuevas emisiones de valores. El dinero obtenido por la venta de los títulos sirve para financiar al emisor que puede ser una empresa o el Estado. Esta colocación inicial de valores suele realizarse a un precio determinado por medio de Oferta Pública de Venta (OPV).”

De igual manera, Martín, M. (2011) indica que “el mercado secundario o de transacciones es aquel que comprende las negociaciones y transferencias de valores emitidos y colocados previamente en el mercado primario. La negociación en Bolsa y en los demás mecanismos centralizados constituye por excelencia un mercado secundario”

En algunos países existen mercados secundarios mucho más desarrollados, es así que (Jiménez, 2010) argumenta que “el principal mercado de valores es conocido como Bolsa de Valores, donde no sólo se negocian

acciones, sino también DPA (deuda pública anotada), Renta Fija, Warrants<sup>6</sup>, derechos de suscripción, etc.”

#### 4.4.1. Acceso al mercado bursátil

El acceso al mercado de valores es totalmente libre tanto para personas naturales como jurídicas, sin embargo en todo momento se debe tener un intermediario, que pueden ser brokers<sup>7</sup>, agencias de bolsa, y demás instituciones ligadas al mercado de valores.

De tal forma, (Jiménez, 2010) argumenta que “la intervención de un miembro del mercado, es decir de una Sociedad de Valores o Agencia de Valores en cualquier transacción bursátil, es imprescindible desde el punto de vista jurídico y operativo. Siendo estos quienes siguiendo instrucciones de sus clientes, introducen las órdenes tanto de compra como de venta.”

*“La forma más eficaz, práctica y económica, es establecer una cuenta con un miembro del mercado y operar directamente en el mercado. En esta cuenta con la Sociedad de Valores se tienen tanto los títulos, e igualmente el efectivo aportado para su compra, como el efectivo resultante de las ventas de valores.”* (Jiménez, 2010: 29)

De esta manera, es evidente la relevancia que tiene trabajar conjuntamente con un miembro de mercado, además que el trabajo es en demasía enriquecedor, si se trata de una empresa pues el departamento financiero coordina conjuntamente con el miembro de mercado, en una salida a bolsa por ejemplo, y si se trata de un inversionista como persona natural pues la gestión de los activos tiene una relevancia más que importante, debido a que el cliente trabaja conjuntamente con el gestor.

#### 4.4.2. Sistema de negociación

El sistema de negociación de valores según (Córdoba, 2015) se basa en un modelo de mercado de subastas en el que un comprador potencial da un precio determinado a una compra potencial y un vendedor pide un precio específico por su venta. Cuando los precios de oferta y demanda coinciden, se lleva a cabo la transacción.

---

<sup>6</sup> Los warrants son productos financieros derivados, representan opciones negociables en forma de título valor que ofrecen a su propietario el derecho, pero no la obligación, a comprar (Call) o vender (Put) con condiciones pre establecidas.

<sup>7</sup> Intermediarios para la compra y venta de títulos valores en el mercado bursátil.

Figura 4: Negociación en el mercado de valores



Fuente: Mercado de valores (2015)

Lo que se intenta explicar es el ciclo, donde el cliente acude al mercado de valores a través de un agente de bolsa, ya sea como comprador o como vendedor, en ambos casos la operativa es similar. Como consiguiente el mercado de valores supervisa, garantiza y liquida las operaciones realizadas, además de existir casas de valores que se encargan de custodiar y registrar los valores de los accionistas y una bolsa de valores, quizá uno de los participantes más importantes, dado que a través de él se registra y difunden los precios y operaciones.

## 5. ANÁLISIS SITUACIONAL

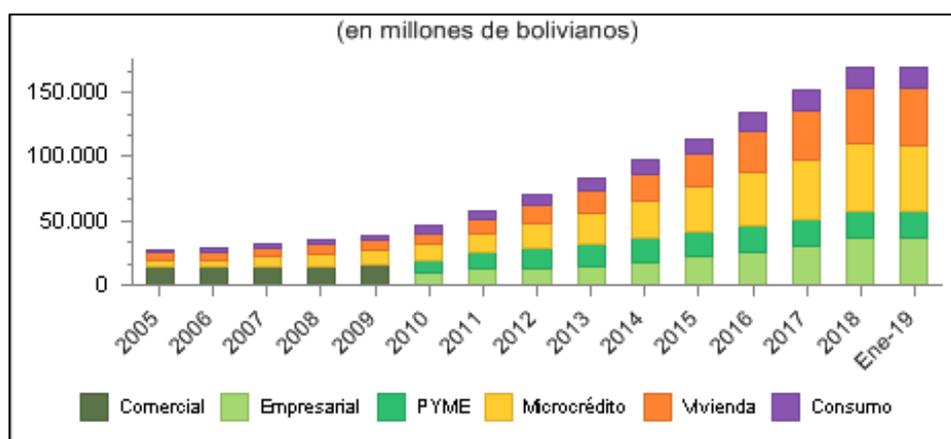
En el presente capítulo se realiza un análisis de la situación actual en el sistema financiero boliviano y en el mercado de valores, para lo cual es importante mencionar que se realiza un estudio de la situación económica que podría afectar al sector financiero, y también al sector regulatorio, y por supuesto al mercado de valores.

### 5.1. ANÁLISIS DEL SISTEMA FINANCIERO EN BOLIVIA

El presente análisis se basa sobre todo en la situación actual del sistema financiero nacional en función al mercado de valores y a la banca, puesto que en base a estos dos pilares se mueve un sistema financiero, no solo de Bolivia, sino de cualquier país.

El primer punto a analizar es la cartera de los bancos y los montos negociados en bolsa, si bien este análisis puede ser subjetivo, debido a que no es lo mismo un monto negociado que una cartera como tal, representa un buen indicador para analizar el sistema. De esta manera, en el gráfico 11 se muestra la cartera por tipo de crédito de la banca.

Gráfico 11: Cartera por tipo de crédito



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

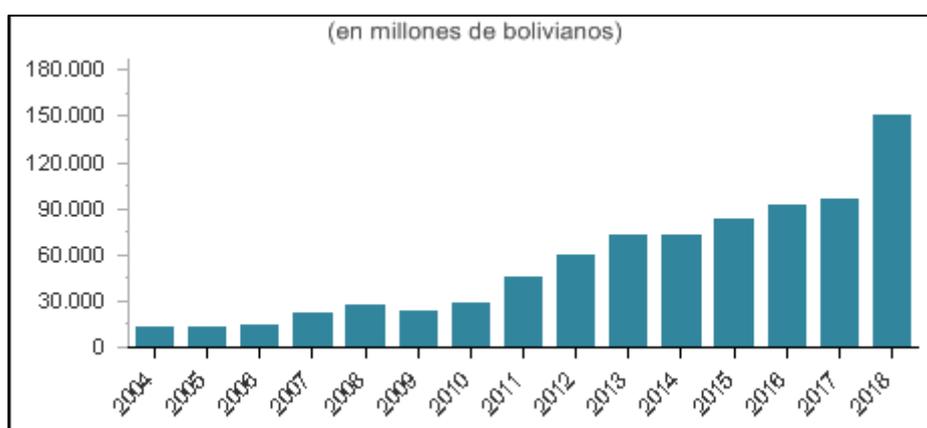
En la banca, los montos son cercanos a los Bs. 150.000 millones, éste es el monto que se tiene en cartera como tal, lo cual significa que es dinero que está repartido en distintos sectores de la economía. Haciendo énfasis en esto, uno de los créditos con más demanda es el microcrédito<sup>8</sup>, justamente para pequeñas empresas que quieren surgir a través de capital por terceros, cabe mencionar que en Bolivia el sector de la Micro, pequeña y mediana empresa

<sup>8</sup> Crédito otorgado a una persona natural o jurídica, o a un grupo de prestatarios, con el objeto de financiar actividades económicas de pequeña escala, cuya fuente principal de pago la constituye el producto de las ventas e ingresos generados por dichas actividades. (ASFI)

representa una proporción importante dentro de la economía, es más, si se juntan los montos representaría una cantidad significativa en el gráfico.

Por otro lado, se tiene el valor total de operaciones negociadas en la BBV, que se muestra en el gráfico 12:

*Gráfico 12: Valor total de las operaciones negociadas en Bolsa*



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

*El 2018 las negociaciones (renta fija y renta variable) en el mercado de valores han sufrido un aumento bastante grande, saltando de unos montos que rondan los Bs. 90.000 millones hasta montos cercanos a Bs. 150.000 millones, lo cual se puede deber a la implementación y mejora del sistema de negociación electrónica SMART, implementado hace tres años, pero que todavía sigue en proceso de pleno funcionamiento.*

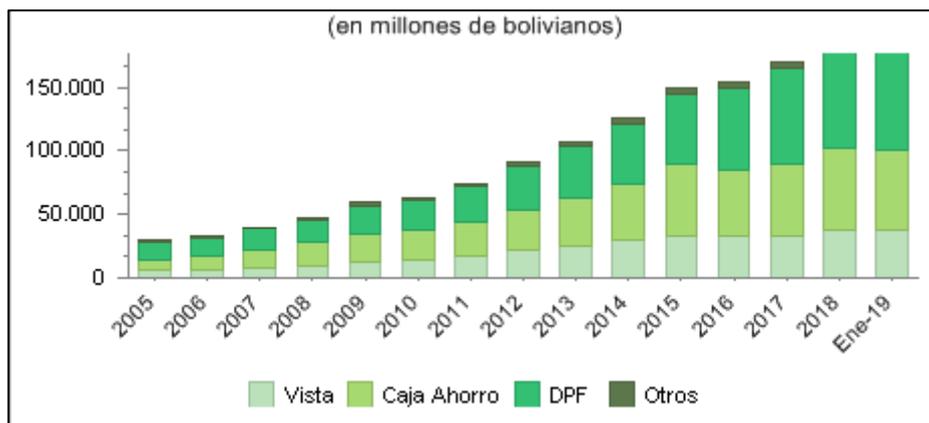
Básicamente SMART es una plataforma de negociación electrónica, que permite transar valores a distancia o de manera remota a través de la cual se realizan operaciones de subasta doble competitiva de activos de renta fija y de renta variable, pero como se ha mencionado, aún no están plenamente implementados todos los instrumentos.

Como dato adicional, *es importante mencionar que en el año 2018 se han realizado varias emisiones de capital, por ende el monto de negociación incrementa considerablemente.* Por otro lado, si se tuviera un *mercado alternativo atractivo* para PyMEs, quizá la competencia entre banca y bolsa sería más equiparada, sin embargo la implementación de este tipo de empresas en el mercado todavía no representa un objetivo importante en Bolivia.

#### *5.1.1. Canalización del ahorro*

En la banca, en cuanto a los depósitos, los instrumentos que más se utilizan en el sistema son la caja de ahorro y el depósito a plazo fijo, que son las cuentas en las cuales los clientes dejan sus ahorros, sobre todo en los DPFs, activo que también es negociado en bolsa en caso de que el portador necesite liquidez. Para desglosar esto, se muestra el gráfico 13:

Gráfico 13: Depósitos por modalidad



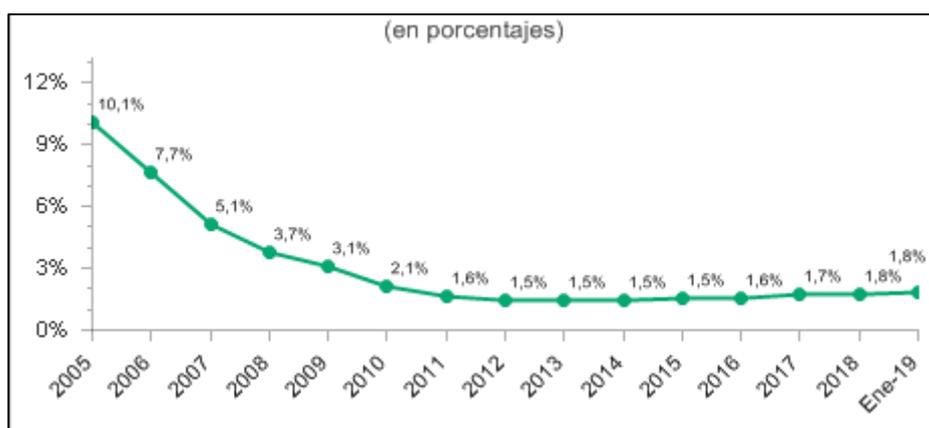
Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

En el caso de que se quiera depositar los ahorros en el mercado de valores, el instrumento que por lo general se adecua a estas características son los valores de renta fija, sobre todo los bonos, para aquellos inversionistas con perfil más pasivo.

Por lo general los depósitos a plazo fijo otorgan rendimientos poco competitivos en el mercado, y haciendo la comparación con los bonos, pues el inversionista debe analizar, el pago del cupón en cuanto a periodicidad y a tasa de interés.

Todos estos aspectos mencionados son importantes, pero lo que realmente hay que medir en cuanto a la banca es el nivel de mora de los clientes, que se muestra a continuación:

Gráfico 14: Índice de mora



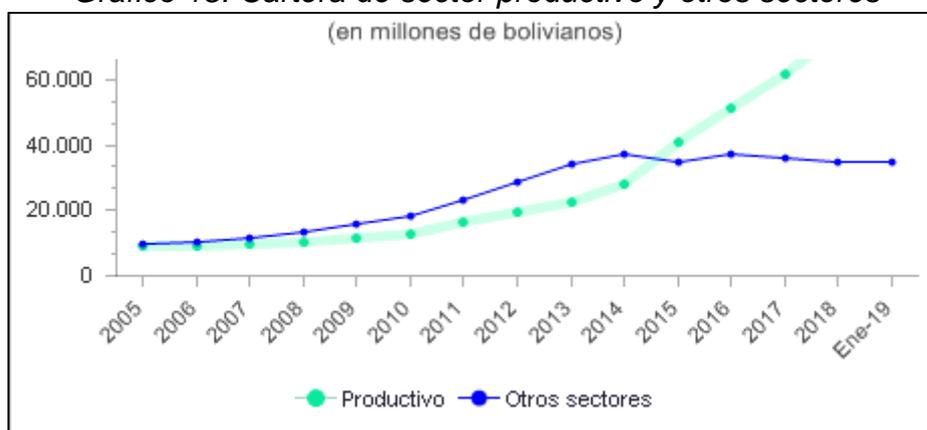
Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

En el año 2005 se puede notar un 10,1% de mora, este valor ha ido reduciendo considerablemente hasta en 2011 rondar un 1,6% y desde ese año

se ha ido manteniendo relativamente constante, es así que finalizando el 2018 se sitúa en 1,8% y en enero de 2019 el mismo valor, debido a las regulaciones a nivel nacional se ha podido establecer un nivel estándar de mora, aspecto positivo para el sector bancario en el país.

Por otro lado, ya con enfoque en *la cartera de la banca (préstamos bancarios al público)*, la cartera que ha sufrido una variación positiva durante las últimas gestiones es la productiva, lo cual quiere decir que el nivel de producción de las empresas ha ido incrementando por lo cual necesitan inversión, muchas de estas empresas pueden ser exportadoras de bienes a otros países. Esta es una muestra de que el sector productivo, por el momento se encuentra parcialmente dirigido al sector bancario de la economía.

**Gráfico 15: Cartera de sector productivo y otros sectores**



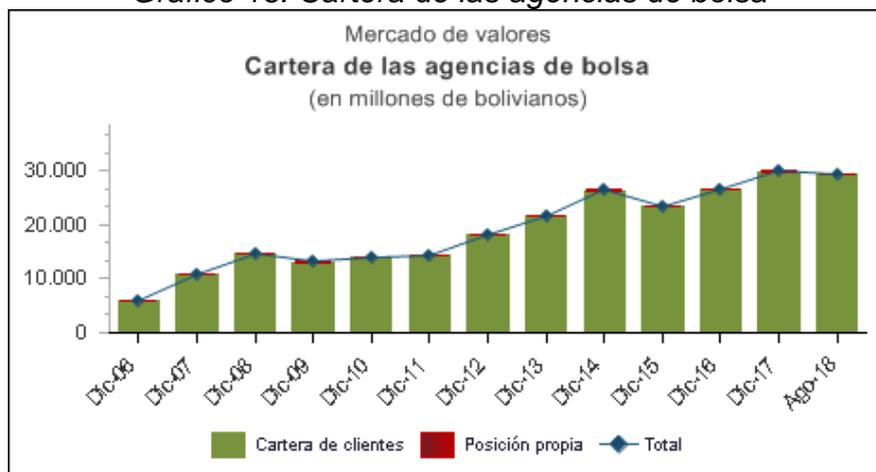
Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

De esta manera hay que resaltar que “otros sectores” se mantiene relativamente constante durante los últimos años, lo cual también puede ser parte de una recesión en la economía debido a las políticas que el gobierno y el Banco Central de Bolivia han determinado, como por ejemplo el doble aguinaldo<sup>9</sup>, que en muchos casos ha causado el cierre de empresas.

Ya profundizando en el mercado de valores, y analizando *las carteras de las agencias de bolsa*, se puede decir que estas negocian un monto aproximado entre 20.000 y 30.000 millones de bolivianos, montos que se ha mantenido relativamente constante desde el año 2014, sufriendo algún tipo de variaciones pero que no son numéricamente significativos, datos que se muestran en el gráfico 16.

<sup>9</sup> Política establecida por el gobierno en función al crecimiento del PIB (debe superar el 4,5%), que consiste en pagar al empleado un sueldo habitual, un aguinaldo, y otro aguinaldo adicional, tanto para empleados públicos como privados.

Gráfico 16: Cartera de las agencias de bolsa

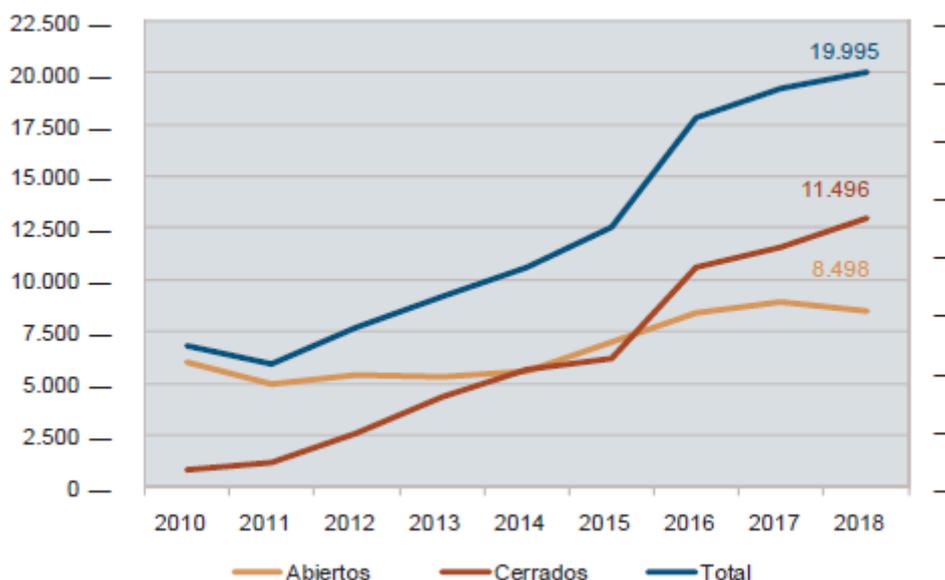


Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

Si nuevamente se hace el análisis en base a lo que negocia la banca en cartera, pues se manejan niveles totalmente distintos, en la banca se mantiene una cartera dos veces más grande, lo cual muestra de cierta manera todo lo que se ha ido mencionando hasta el momento.

En cuanto a los fondos de inversión, pues es importante mencionar que existen dos tipos de ellos, los fondos abiertos y los fondos cerrados, donde básicamente el primero de ellos los inversores pueden ingresar en cualquier momento, y por consiguiente, un fondo de inversión cerrado indica que para la entrada de nuevos inversores, uno actual debería vender su participación, de no ser así no sería posible el ingreso. Los datos numéricos se muestran en el gráfico 17.

**Gráfico 17: Cartera de los fondos de inversión**  
(En millones de bolivianos)



Fuente: Banco Central de Bolivia

En un inicio, los fondos que dominaban el mercado eran los abiertos, sin embargo a raíz del paso del tiempo, ahora toman la delantera los fondos de inversión cerrados, así también dentro del mercado de valores boliviano las cuotas de participación de los fondos de inversión representan un título de renta variable y se negocian como tal, a pesar de la situación de este mercado en la bolsa. Por otro lado el monto de estos es de 19.995 millones de bolivianos, montos que no se encuentran nada cerca de lo que negocia la banca.

Por último, el número de participantes de los fondos de inversión, tal y como se puede ver en el gráfico 18, es motivador para el sector de valores en el país, dado que ha ido incrementando constantemente a lo largo de los años a partir del 2006, que estaba cercano a los 30.000 participantes y posteriormente como dato a noviembre de 2018 un valor cercano a los 75.000 participantes.

Gráfico 18: Número de participantes de los fondos de inversión



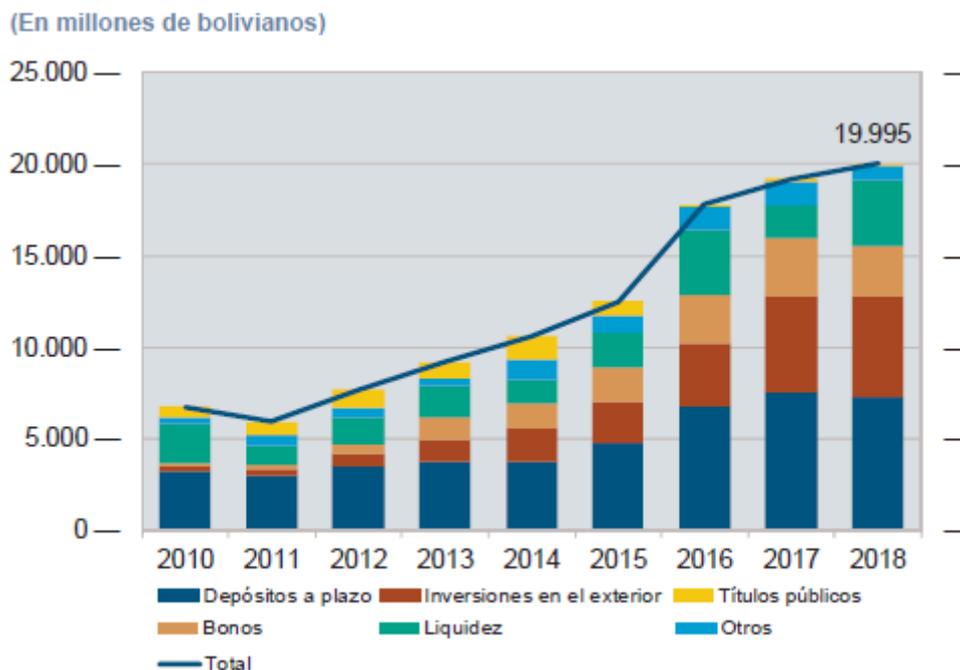
Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

Este fenómeno se da sobre todo por la corriente de los fondos de inversión que ha habido en Bolivia durante las últimas gestiones, que ha sido básicamente uno de los representantes del mercado de valores en el país, cobrando bastante importancia a través de las publicidades, avisos y promociones que realizaban con la finalidad de atraer inversores a su cartera.

Esto se da a través de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI's), que son las encargadas de haber realizado lo mencionado, aspecto importante y positivo para el país.

A continuación se muestra el destino del dinero a los fondos de inversión desde el año 2010 hasta 2018, los datos se presentan a junio de cada periodo, donde se puede ver que no existe dinero destinado a equities, sobre todo por la premisa de preservar el capital de las personas que aportan el capital para luego tener retribuciones, además que al ser dinero del público se deben tomar los recaudos necesarios para su correcta administración.

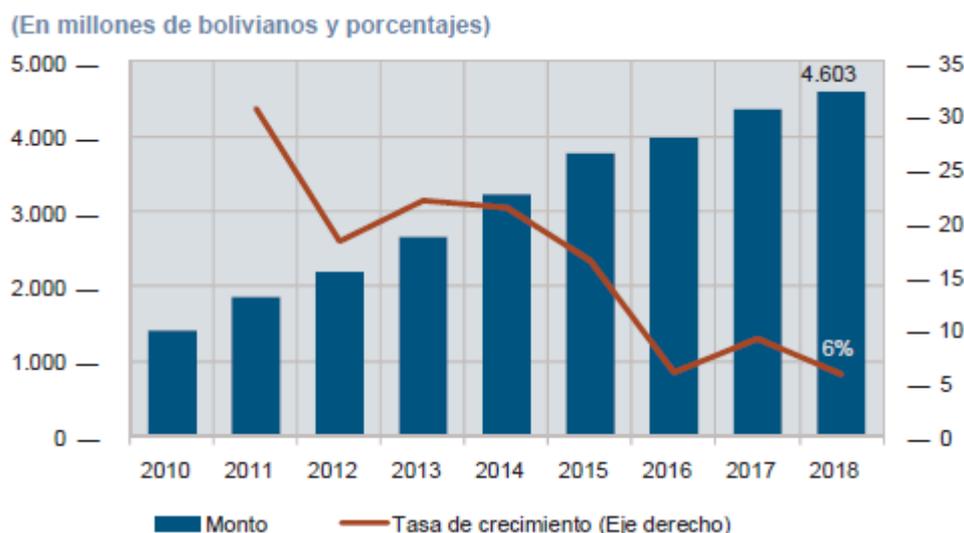
Gráfico 19: Cartera de los fondos de inversión



Fuente: Banco Central de Bolivia

Por otro lado se tiene las recaudaciones del Sistema Integral de Pensiones (SIP) que se implementa en el año 2010, donde ingresan tanto dependientes como independientes.

Gráfico 20: Recaudación por aportaciones del SIP y tasa de crecimiento



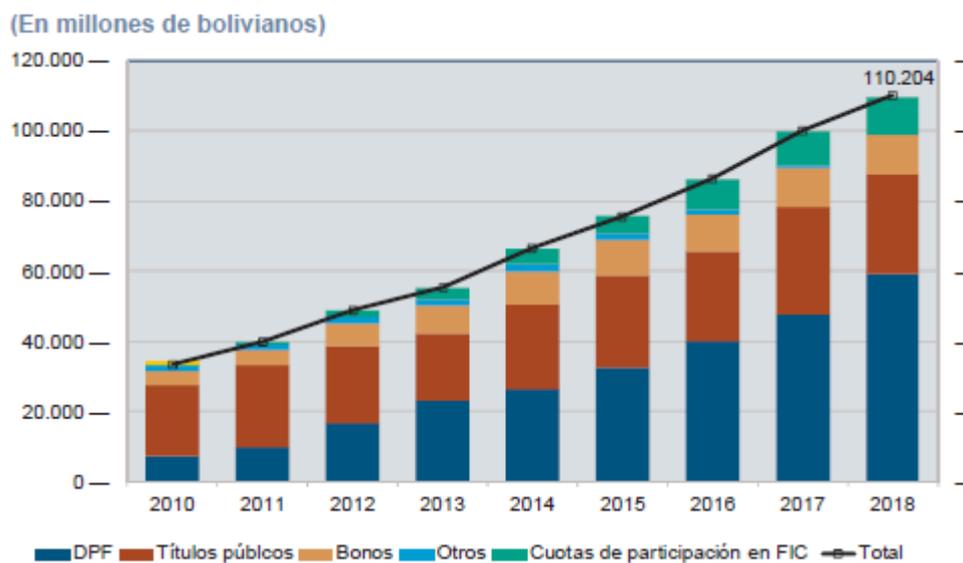
Fuente: Banco Central de Bolivia

Desde su implementación a la fecha se ha tenido un nivel de incremento en todas las gestiones, siendo la última en 2018 con un monto de 4.603 millones

de bolivianos, sin embargo la tasa de crecimiento de esta ha ido decreciendo a lo largo de los años, situándose en el año mencionado en un 6% de crecimiento con respecto al año anterior.

Asimismo es importante mencionar el destino de estas inversiones, tal y como muestra el siguiente gráfico:

*Gráfico 21: Inversiones del SIP*



Fuente: Banco Central de Bolivia

*El Depósito a Plazo Fijo (DPF), instrumento que ha sido foco de atención en el mercado por ser el destino de gran parte de las inversiones, es uno de los valores más negociados, seguido de los títulos públicos en el mercado, además de invertir en bonos corporativos y cuotas de participación en Fondos de Inversión Cerrados (FIC), este último considerado como un activo de renta variable.*

Se debe destacar que a lo largo de las gestiones, la evolución del DPF ha sido bastante grande como instrumento a invertir, y es que por ejemplo en 2010 como se puede notar en el gráfico, se invertía mucho más en títulos públicos, sin embargo esto ha ido cambiando en el tiempo, este instrumento es uno de los que forma parte del ahorro de las personas.

Ya sea el ahorro a través de la banca o a través del mercado de valores, que en realidad, llega a ser inversión, puesto que devuelve al inversor una retribución financiera por el depósito de su dinero.

Dado esto, en comparación con otros países, en este caso con aquellos que se toman como referencia en el presente trabajo, según el Banco Mundial, este cuadro está representado en porcentaje sobre el PIB de cada país.

Tabla 5: Ahorro bruto sobre el PIB en porcentaje

País	2015	2016	2017
Bolivia	14,22	15,31	15,77
Chile	21,39	20,84	20,51
España	21,48	22,43	22,87

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Tal y como se puede ver que Bolivia en 2017 tuvo un 15,77% de ahorro bruto sobre el Producto Interno Bruto (PIB), mientras que Chile y Perú un 20.51% y 22.87% respectivamente, los tres países mantienen niveles relativamente parecidos, incluso se vemos la información del 2015 y 2016 que se presenta en el cuadro, sin embargo hay que considerar que tanto Chile como Perú tienen un PIB más grande que el de Bolivia.

## 5.2. ANÁLISIS DE LA BOLSA

En este apartado se muestra en primera instancia la composición del mercado de valores en el país y luego un análisis de las operaciones en bolsa tanto del 2018 como contrastaciones con otras gestiones pasadas.

### 5.2.1. Composición del mercado

En Bolivia los participantes existen distintos niveles de participantes del mercado, tal y como se muestra en la figura 6:

Figura 5: Participantes de mercado de valores en Bolivia



Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019

En primer lugar se muestra a la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), que como se había mencionado anteriormente, es la entidad que supervisa y regula el sistema financiero, luego, la ya mencionada Bolsa Boliviana de Valores (BBV), además existen doce agencias de bolsa, que son las que mayor lazo tienen con las operaciones en el mercado de valores.

En cuanto a la Entidad de Depósito de Valores (EDV), esta recibe valores para custodiarlos a través de un sistema electrónico de alta seguridad, además de realizar la compensación y liquidación de valores de manera electrónica.

De igual manera cuenta con cuatro calificadoras de riesgo, trece Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI's), doce empresas auditoras registradas oficialmente en el mercado de valores y tres empresas tituladoras.

### 5.2.2. Negociación en la Bolsa Boliviana de Valores

En cuanto a la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), el mecanismo de negociación ha sido durante mucho tiempo el ruedo (similar al "Corro" en España), sin embargo hace un tiempo se ha implementado la plataforma de negociación SMART, que en la actualidad todavía no ha alcanzado la totalidad de sus funcionalidades.

En cuanto a los valores que se negocian pues se reduce a la utilización de activos de deuda y activos de renta variable, para hacer un análisis más resumido se procede a hacer un cuadro con los valores que están admitidos a negociación en la BBV, sin embargo, no todos ellos se negocian frecuentemente:

Tabla 6: Activos negociados en la BBV

Activos	
Renta variable	Acciones (ordinarias y preferente)
	Bonos
Renta fija	Depósitos a plazo fijo
	Letras del Tesoro General de la Nación
	Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia
	Certificados de Devolución Impositiva (CEDEIM)
	Pagarés
	Cupones
	Valores emitidos como efecto de un proceso de titularización

Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019

Tal y como se mencionó, en la BBV no existe negociación de derivados ni de algún otro activo fuera de lo tradicional, además, lo que perjudica es que los valores de renta variable se negocian poco y casi nada dentro de las operaciones diarias.

Los valores más negociados son los Depósitos a Plazo Fijo, y los reportos<sup>10</sup>, que no aparecen en la tabla porque no son un activo como tal, sino más bien una estrategia de otorgación/necesidad de liquidez.

**En cuanto a las acciones, la BBV no presenta valores de precios de mercado dinámicos, esto se debe a que no existe una negociación competitiva en renta variable**, es decir, es completamente normal encontrar un valor de última negociación (valor de mercado) de una acción de hace dos o tres años como última negociación.

A continuación se muestra una parte de lo que es la publicación de montos negociados en bolsa a fecha de 31 de Enero de 2019.

Tabla 7: Negociación de acciones en la BBV

Emisor	Nº Acciones Inscritas	Última Negociación			VPP		Capitalización de Mercado(1)	
		Fecha	Precio (Bs)	Div/Reg	Fecha	Monto (Bs)	Bs	USD
<b>ACCIONES ORDINARIAS</b>								
<b>AGENCIAS DE BOLSA</b>								
BIA	299.834			--	31DEC2018	140.75	42.201.636	6.063.453
CBA	118.030			--	31DEC2018	320.32	37.807.370	5.432.093
NVA	223.260			--	31DEC2018	214.19	47.800.059	6.870.698
SZS	56.800			--	31DEC2018	1.821.35	30.598.680	4.396.362
<b>AGROINDUSTRIAL</b>								
BVC	211.590	06DEC2001	109.00	--	31DEC2018	80.72	23.063.310	3.313.694
FR	254.480	17MAY2018	7.245.36	--	31DEC2018	3.985.50	1.843.219.584	264.830.400
<b>BANCOS</b>								
BGA	5.275.970	26OCT2017	129.00	--	31DEC2018	141.50	733.359.830	105.367.792
BBL	100.262.715	15NOV2018	16.80	--	31DEC2018	15.42	1.684.413.632	242.013.450
BME	144.249.521	02JUN2016	25.04	--	31DEC2018	13.89	3.632.008.006	518.966.668
BMB	126.702.360	20NOV2018	16.53	--	31DEC2018	13.38	2.077.860.011	298.543.105
BSD	10.366.851	30NOV2018	146.44	--	31DEC2018	143.52	1.517.975.220	218.099.888
BTB	45.114	13MAY2016	25.811.00	--	31DEC2018	31.060.32	1.164.437.454	167.304.232
FEF	2.080.378	16OCT2013	170.75	--	31DEC2018	118.21	355.224.544	51.038.009
FFD	2.023.612	20DEC2018	129.98	--	31DEC2018	132.04	263.029.088	37.791.536
FSL	1.002.954	27NOV2018	2.446.31	--	31DEC2018	1.108.00	2.453.536.400	352.519.598
MFB	885.103			--	31DEC2018	132.49	117.346.790	16.860.171
<b>CONSTRUCCIÓN</b>								
CAC	53.000			--	31DEC2018	1.233.04	45.351.120	6.389.529
<b>ELÉCTRICAS</b>								
COB	12.012.522	16OCT2018	193.89	--	31DEC2018	192.92	2.329.107.891	334.641.938
EEO	229.977			--	31DEC2018	723.98	166.498.748	23.522.234
ELF	546.668	13NOV2015	1.585.21	--	31DEC2018	1.849.85	898.287.780	128.084.336
ELP	1.926.919			--	31DEC2018	552.40	1.064.430.056	152.935.353
GUÁ	8.920.451			--	31DEC2018	252.36	2.251.168.014	325.443.249

Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019

Se puede ver claramente que existen acciones negociadas como última vez en 2013 o 2016 entre otros años, lo cual muestra que la negociación es deficiente, esto puede responder a diversos motivos, entre ellos seguramente:

- La falta de incentivo del sector
- La escasa cultura financiera bursátil en la población
- La falta de estrategias que impulsen el mercado y la falta de implementación de negociaciones más dinámicas.

<sup>10</sup> Repos

Si bien están definidos los lineamientos de negociación, como ser las posturas, las subastas y la determinación de precios, esto se aplica para los activos de renta variable sobre todo.

El mercado de renta variable es deficiente, **no se cuenta con un índice**, lo cual es evidente dado que este se caracteriza por ser un parámetro de mercado, pero dentro de un mercado que no negocia de manera dinámica no hay nada que medir.

Tal y como se muestra a continuación, en comparación con otros países de la región, incluyendo España con Bolsas y Mercados Españoles (BME), los datos reflejan lo anteriormente mencionado:

*Tabla 8: Monto total negociado en acciones (USD)*

Millones de US\$ / US\$ Millions

Bolsa Exchange	2018					
	Enero January	Febrero February	Marzo March	Abril April	Mayo May	Junio June
Buenos Aires	471,85	965,01	808,62	586,96	924,70	789,56
Boliviana	0,00	0,00	0,00	0,14	271,11	0,00
B3	66.736,31	72.120,42	68.650,74	61.815,38	79.476,85	69.856,43
Santiago	10.481,01	3.488,73	6.228,67	3.417,83	4.194,72	4.953,71
Colombia	1.218,76	1.411,02	1.389,12	1.650,76	1.512,27	1.212,00
Costa Rica	6,76	2,80	2,95	1,92	3,43	2,34
Guayaquil	2,84	3,40	2,74	9,57	1,57	2,41
Quito	1,11	1,52	2,18	1,38	5,73	1,41
El Salvador	0,53	0,81	0,45	3,73	0,17	0,20
BME	62.845,47	56.423,76	60.486,45	79.274,07	76.658,64	70.110,02
Mexicana	8.631,14	7.332,54	8.591,37	8.341,11	8.823,46	8.329,23
Panamá	29,83	9,17	8,73	25,34	15,43	86,66
Lima	503,95	268,12	278,11	306,10	710,49	495,93
Caracas <sup>(*)</sup>	6,24	20,10	22,81	13,13	14,42	50,80

Bolsa Exchange	2018						Acumulado ene/dic-18 Total up to December 2018	Variación %-Change% ene/dic-17 Jan./Dec.-17
	Julio July	Agosto August	Septiembre September	Octubre October	Noviembre November	Diciembre December		
Buenos Aires	489,77	535,30	979,89	489,25	302,29	266,48	7.609,67	2,84
Boliviana	0,00	0,12	1,15	1,00	1,00	7,07	281,58	+200,00
B3	52.481,81	59.196,50	44.646,31	100.380,47	73.971,66	67.181,04	816.513,91	23,22
Santiago	3.485,42	2.790,71	2.944,77	3.630,50	2.681,98	6.821,44	55.119,48	50,42
Colombia	1.099,31	1.111,16	1.230,68	1.514,41	994,58	715,74	15.059,81	8,00
Costa Rica	2,68	8,22	3,46	7,11	2,01	8,19	51,86	-10,63
Guayaquil	3,14	2,17	2,48	1,54	1,88	1,11	34,85	64,23
Quito	1,41	1,91	6,21	4,06	2,67	1,69	31,28	45,62
El Salvador	1,89	0,04	2,43	0,57	0,05	0,00	10,87	+200,00
BME	55.272,23	37.812,84	40.447,24	60.980,50	46.272,63	44.191,43	690.775,30	-5,91
Mexicana	7.861,21	7.383,21	7.359,40	8.211,76	9.411,81	6.070,08	96.346,32	-6,15
Panamá	9,42	18,23	17,01	5,29	64,87	35,52	325,50	-31,17
Lima	196,48	198,12	406,18	271,40	428,86	680,43	4.744,16	-32,10
Caracas (*)	56,48	1,95	1,54	10,69	4,66	1,50	204,31	-99,69

<sup>(\*)</sup> Se considera el tipo de cambio oficial/ The official exchange rate is considered

Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas

Como se puede ver en la tabla, la negociación en acciones en Bolivia no es para nada dinámica, de hecho existen meses en los que no se negocia nada, sin embargo en Mayo de 2018 que se negociación un considerable monto, aspecto por el cual el mercado de acciones no es último a nivel regional. En el anexo 5, donde también se muestra la capitalización bursátil de las empresas que cotizan en la BBV.

Bolivia es el único país en el que se tiene un monto de cero negociado en alguno de los meses del año, este fenómeno no sucede ni siquiera en bolsas más pequeñas. Por otro lado se puede ver la negociación en Chile de acciones y es uno de los mercados más grandes de Latinoamérica, detrás por supuesto del mercado brasileiro, y si comparamos estos con el mercado español, pues no se llega ni a la mitad de lo que se negocia en BME, además de que en España se cuenta con cuatro bolsas de valores, en las cuales en todas se negocian acciones.

De esta manera es preciso analizar los ratios en función al Producto Interno Bruto de cada país, por lo cual en cuanto a negociación de acciones se tiene, cabe aclarar las siglas del cuadro, Bolsa Boliviana de Valores (BBV), Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), Bolsa de Valores de Lima (BVL) y Bolsas y Mercados Españoles (BME) dado que a partir de ahora se los denominará de esa manera en el trabajo.

Tabla 9: Negociación de acciones en bolsas de valores en función del PIB

Bolsa	Proporción sobre el PIB
BBV (Bolivia)	0,75%
BCS (Chile)	19,89%
BVL (Perú)	2,24%
BME (España)	52,68%

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a la participación de las negociaciones de acciones sobre el Producto Interno Bruto (PIB) de cada país, **a nivel Latinoamérica se ve que claramente la Bolsa de Comercio de Santiago negocia un nivel superior en el mercado de acciones que las demás, seguida de Perú con un 2,24% sobre su PIB y Bolivia en último lugar con 0,75%. Además de analizar a Bolsas y Mercados Españoles (BME) y sus cuatro bolsas con un 53% del PIB de España**, donde claramente se ve un mercado desarrollado en negociaciones de mercado,

De esta manera, se confirma que la negociación de acciones en la BBV es casi nula, además de considerar que el PIB de estos países es mayor al doble del PIB de Bolivia. En ese sentido también debe tenerse en cuenta el número de operaciones en este mercado:

Tabla 10: Número total de operaciones en acciones

No incluye operaciones en fondos de inversión  
Excludes investment fund trades  
Miles / Thousand

Bolsa Exchange	2018					
	Enero January	Febrero February	Marzo March	Abril April	Mayo May	Junio June
Buenos Aires	229,83	329,05	238,98	214,31	341,67	338,85
Boliviana	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B3	22.459,60	21.853,02	23.334,49	21.928,85	30.914,97	29.027,61
Santiago	428,54	350,84	373,21	329,24	418,01	403,03
Colombia	47,90	57,40	41,00	56,50	53,40	47,00
Costa Rica	0,06	0,05	0,04	0,04	0,06	0,05
Guayaquil	0,14	0,16	0,15	0,12	0,17	0,19
Quito	0,17	0,14	0,21	0,14	0,20	0,17
El Salvador	0,02	0,02	0,01	0,18	0,01	0,01
BME	4.167,00	4.355,00	3.764,00	2.905,00	3.569,00	3.558,00
Mexicana	5.798,00	5.545,00	5.994,00	5.956,00	7.355,00	8.088,00
Panamá	0,14	0,09	0,08	0,14	0,15	0,15
Lima	13,28	10,40	9,64	11,13	10,87	8,73
Caracas	3,23	2,43	3,14	4,28	3,85	5,58

Bolsa Exchange	2018						Acumulado ene/dic-18 Total up to December 2018	Variación % último mes % Change / last month
	Julio July	Agosto August	Septiembre September	Octubre October	Noviembre November	Diciembre December		
Buenos Aires	232,65	293,93	346,45	240,72	183,57	154,31	3.144,32	-15,94
Boliviana	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,03	-90,00
B3	21.871,95	26.731,10	20.518,99	36.969,60	28.392,72	24.785,16	308.788,05	-12,71
Santiago	345,15	372,53	313,32	366,24	364,65	371,87	4.436,62	1,98
Colombia	39,40	45,20	46,10	47,60	46,00	34,10	561,60	-25,87
Costa Rica	0,04	0,04	0,06	0,04	0,04	0,03	0,55	-25,00
Guayaquil	0,22	0,18	0,20	0,19	0,22	0,18	2,12	-18,18
Quito	0,24	0,20	0,23	0,21	0,20	0,14	2,25	-30,00
El Salvador	0,02	0,00	0,01	0,02	0,01	0,00	0,30	-100,00
BME	3.456,00	2.589,00	2.663,00	3.911,00	3.314,00	2.775,00	41.026,00	-16,26
Mexicana	6.656,00	7.021,00	6.290,00	9.590,00	11.303,00	7.519,00	87.115,00	-33,48
Panamá	0,16	0,13	0,09	0,11	0,18	0,15	1,57	-18,58
Lima	9,19	7,91	7,03	7,95	7,54	6,76	110,43	-10,34
Caracas	3,63	5,65	4,40	4,09	4,35	3,54	48,16	-18,56

Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas

**Bolivia es el país con menor cantidad de operaciones realizadas con acciones**, y en base a esto también se reafirma que el mercado accionario en el país es deficiente, si nuevamente se hace una comparación con **Chile y España, estos tienen un monto superior a los 4.000 millones y 41.000 millones respectivamente**. También hay que destacar el movimiento financiero en acciones en el mercado mexicano, que supera los 87.000 millones de operaciones en su mercado de renta variable.

En cuanto al sistema de negociación esta es la Subasta Doble Competitiva, en la compra venta y también en cruce de valores, por otro lado, en cuanto a la liquidación de valores, para valores de renta fija es T+1<sup>11</sup> y para valores de renta variable es T+2<sup>12</sup>.

Otro aspecto importante que debe mencionarse es que existe un escaso incentivo a la negociación de PyMEs en el mercado de valores, si bien existe el programa establecido en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) que se denomina "Plataforma PyMEs", no se incentiva el desarrollo del mercado.

Las PyMEs en la BBV cumplen los mismos requisitos que una empresa cualquiera (en cuanto a documentación a presentar), sin embargo existen diferencias en cuanto a los estados financieros. Las PyMEs solo deben presentar información de dos gestiones pasadas, mientras que las demás empresas en el mercado tradicional presentan tres gestiones, además que los estados financieros de estas empresas no necesariamente deben estar auditados por

<sup>11</sup> Un día después de que se acuerda la operación

<sup>12</sup> Dos días después de que se acuerda la operación

una empresa auditora externa que se encuentre inscrita en el Registro del Mercado de Valores.

En cuanto a la definición de la clasificación de una PyME, la BBV tiene su propia metodología de estratificación que toma en cuenta tres variables importantes: el ingreso por ventas y/o servicios operativos anuales netos, el patrimonio neto y el personal ocupado.

Se presentan rangos en los cuales se diferencian a las empresas productivas y las empresas de servicios, y en ambos los rangos son el de microempresa, pequeña empresa y mediana empresa, como se muestra en la siguiente tabla:

*Tabla 11: Rangos de estratificación de PyMEs*

**Para Empresas Productivas:**

	<b>Ingresos por Ventas Anuales (en \$us.)</b>	<b>Patrimonio Neto (en \$us.)</b>	<b>Personal Ocupado</b>
<b>Microempresa</b>	Entre 0 y 100,000	Entre 0 y 60,000	1 a 10
<b>Pequeña Empresa</b>	Entre 100,001 y 350,000	Entre 60,001 y 200,000	11 a 30
<b>Mediana Empresa</b>	Entre 350,001 y 5,000,000	Entre 200,001 y 3,000,000	31 a 100

**Para Empresas de Servicios:**

	<b>Ingresos por Servicios Anuales (en \$us.)</b>	<b>Patrimonio Neto (en \$us.)</b>	<b>Personal Ocupado</b>
<b>Micro Empresa</b>	Entre 0 y 60,000	Entre 0 y 30,000	1 a 5
<b>Pequeña Empresa</b>	Entre 60,001 y 250,000	Entre 30,001 y 100,000	6 a 20
<b>Mediana Empresa</b>	Entre 250,001 y 4,000,000	Entre 100,001 y 2,000,000	21 a 50

*Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019*

En la BBV se diferencian las empresas del sector productivo y las empresas del sector de servicios, subdividiendo la estratificación en ingresos anuales, patrimonio neto y el personal contratado. Si una empresa de pequeña capitalización quisiera entrar al mercado debería cumplir con los rangos de estratificación plasmados en la tabla.

A continuación se muestra la emisión de bonos participativos pertenecientes a empresas de este sector, estas *representan un valor emitido*

exclusivamente por PyMEs, con la finalidad de adquirir financiamiento, esta emisión puede tener varias series, con distintos montos, plazos y tasas de interés. Además que contiene un pago de un interés fijo más un interés variable, mismo que este es definido por la empresa emisora.

*Tabla 12: Negociación de valores en mesa de negociación  
(Expresado en millones de dólares estadounidenses)*

Mon	Pyme	Índice Pyme*	Estrato Empresarial	Monto Negociado	Tasas de Rendimiento Equivalente a 28 días	
					Mínimo	Máximo
\$us	Quinoa Foods Company S.R.L.	0.59	Mediana	91,000	5.40%	5.40%
	Inversiones Inmobiliarias Irala S.A.	0.16	Mediana	756,841	5.40%	6.00%
Bs	Impresiones Quality S.R.L.	0.29	Mediana	91,500	4.98%	4.99%
	Inversiones Inmobiliarias Irala S.A.	0.16	Mediana	87,464	5.88%	6.84%
Total				1,026,804		

Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019

Como se puede ver en la tabla 12, solamente existen tres participantes en este mercado, Quinoa Foods Company S.R.L., , Impresiones Quality S.R.L., Inversiones Inmobiliarias Irala S.A., la primera de ellas tiene deuda en dólares, la segunda solamente en bolivianos (Bs.) y la última tienen deuda tanto en dólares como bolivianos (Bs.).

Considerando que en el país el sector de las PyMEs es más grande que el sector de las grandes empresas, representando un 98%<sup>13</sup> junto con las microempresas. Es decir, el sector de las grandes empresas representa un 2% de la base empresarial.

En cuanto al mercado primario, la evolución de los montos colocados en bolsa en el 2018 han sido similares a los del 2017, en contraparte, se ve que en cuanto a al 2016, estos han sufrido una bajada considerable, lo cual indica también que el mercado podría ser un tanto más dinámico que en la actualidad.

Lo que se ve es una estrategia interna para este mercado, sin embargo son escasas y casi nulas las iniciativas por captar empresas que participen en este mercado.

### 5.2.3. Análisis de los montos negociados

Este es uno de los puntos más importantes de análisis, puesto que se pone en evidencia todo lo mencionado anteriormente, a continuación se ve una tabla que plasma los montos negociados en el año 2018 en la BBV:

<sup>13</sup> Fuente: La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica (2017)

Tabla 13: Montos negociados en bolsa  
(Expresado en dólares americanos)

Montos Operados	2017	Part. % 2017	2018	Part. % 2018
Ruedo y Mercado Electrónico	12,798,107,370	99.98%	17,207,483,501	99.98%
<b>Renta Fija</b>	<b>12,747,886,241</b>	<b>99.59%</b>	<b>16,671,779,063</b>	<b>96.87%</b>
Bonos Bancarios Bursátiles	296,448,001	2.32%	236,419,710	1.37%
Bonos Largo Plazo	606,332,254	4.74%	360,695,331	2.10%
Bonos Participativos	7,674,435	0.06%	-	0.00%
Bonos Municipales	-	0.00%	33,778,401	0.196%
Bonos del Tesoro	249,701,344	1.95%	775,863,666	4.51%
Cupones de Bonos	118,569,513	0.93%	347,062,597	2.02%
Depósito a Plazo Fijo	10,742,338,093	83.92%	14,321,501,535	83.21%
Letras BCB	3,773,257	0.03%	14,629,006	0.09%
Letras BCB Prepagables	498,137,533	3.89%	416,751,740	2.42%
Pagarés Bursátiles	49,482,087	0.39%	11,701,595	0.07%
Valores de Titularización	175,429,724	1.37%	153,375,482	0.89%
<b>Renta Variable</b>	<b>50,221,129</b>	<b>0.39%</b>	<b>535,704,438</b>	<b>3.11%</b>
Acciones	6,117,044	0.05%	279,062,161	1.62%
Cuotas Fondos Cerrados	44,104,085	0.34%	256,642,277	1.49%
<b>Acciones No Registradas</b>	<b>64,869</b>	<b>0.00%</b>	<b>1,764,437</b>	<b>0.010%</b>
ANR	64,869	0.00%	1,764,437	0.010%
<b>Mesa de Negociación</b>	<b>2,394,817</b>	<b>0.019%</b>	<b>1,026,804</b>	<b>0.01%</b>
Pagarés	2,394,817	0.019%	1,026,804	0.01%
<b>Total negociado en Bolsa</b>	<b>12,800,567,056</b>	<b>100.00%</b>	<b>17,210,274,742</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019

Si se hace referencia en primer plano a la relación de renta fija con renta variable se puede ver que el 96,87% de negociación pertenece a la primera mencionada, por su parte la renta variable solo negocia el 3,11%, y lo que más llama la atención es que se negocian casi en la misma proporción las cuotas de fondos de inversión cerrados y las acciones, considerados como un instrumento de renta variable.

En comparación con el mercado de Chile y de Perú, sucede lo siguiente en función a la renta variable sobre la renta fija:

Tabla 14: Porcentaje de la renta variable sobre la renta fija

País	RV/RF
Bolivia	3,21%
Chile	20,92%
Perú	89,51%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de bolsas de valores

En Bolivia la proporción es baja, *solamente un 3,21% de lo que se negocia en renta fija, en Chile alcanza un 20,92% y en Perú un 89.51%*, en este último se ve que la negociación en renta variable y renta fija son similares, se ve un mercado dinámico, al igual que el mercado de valores chileno, donde ya se hacen uso de otros instrumentos financieros como derivados, y mayor aplicación tecnológica.

De esta manera, como se ha mencionado a lo largo del documento, las acciones tienen escasa presencia en el mercado de valores en Bolivia, y para no caer en redundancias, estas básicamente no se negocian, no es un mercado dinámico.

Es totalmente llamativo que en la actualidad un mercado no tenga la renta variable totalmente desarrollada. Por otro lado en cuanto a renta fija, los depósitos a plazo fijo son los instrumentos de renta fija que más se negocian en el mercado, con un 83,21% de las negociaciones, lo cual significa que es un mercado que en teoría indica que existe necesidad de liquidez por parte de los ahorristas.

De igual manera, en este caso debe compararse la negociación en bolsa en datos relativos al PIB:

Tabla 15: Negociación en las bolsas en función al PIB

Bolsa	Veces del PIB
BBV	0,46
BVL	0,03
BCS	2.646,38
BME	44,48

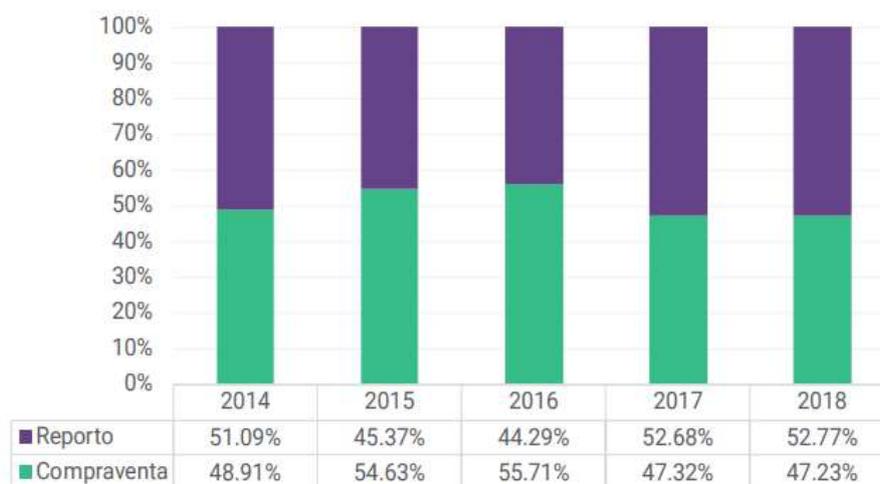
Fuente: Elaboración propia

En este aspecto, la BBV muestra un desempeño positivo en cuanto a los montos negociados en una gestión, alcanzando un 46% del PIB, negocia un monto mayor a la Bolsa de Valores de Lima (BVL), que solamente tiene un 3% sobre el PIB, pero se debe considerar que Perú tiene un PIB muy superior al de Bolivia.

Ya por otro lado, se ve que la Bolsa de Comercio de Santiago negocia mucho capital en su mercado bursátil, superando las negociaciones sobre su PIB en 2.646,38 veces, al igual que BME que supera al PIB en 44,48 veces.

Continuando con la BBV a continuación se muestran los porcentajes de negociación en bolsa:

*Gráfico 22: Evolución anual del monto operado en bolsa en ruedo y mercado electrónico por tipo de operación*



Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019

La relación por lo general es equiparada, una un poco más alta que la otra pero se mantienen por el mismo nivel cercano al 50%, en este caso se ven dos tipos de operaciones, la compra venta y el reporto, también representa un aspecto importante remarcar la importancia del reporto en las operaciones de mercado, que siempre han sido relevantes dentro de las operaciones de la BBV; cabe resaltar que el reporto solamente se realiza con activos de renta fija y a plazos que no sobrepasan los 45 días.

De esta forma, se muestra también la evolución de los montos operados en bolsa, en las dos modalidades actuales de negociación, el ruedo (corro) y el mercado electrónico:

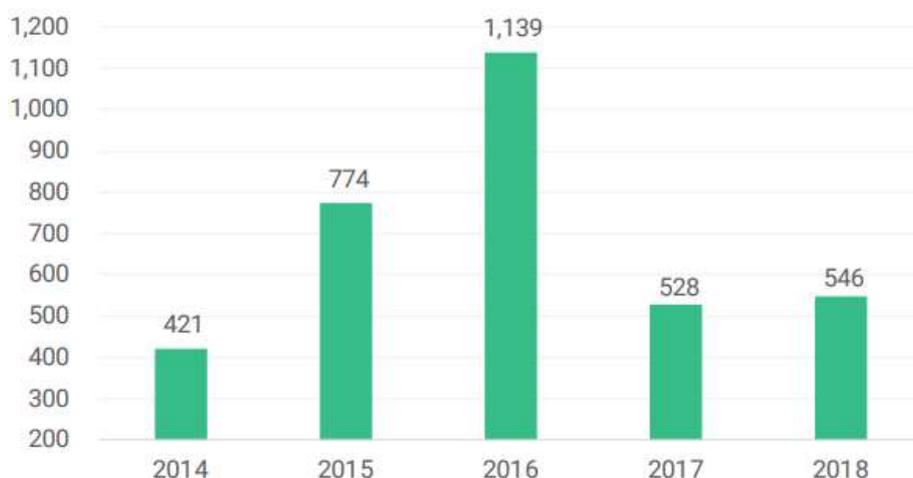
**Gráfico 23: Evolución mensual del monto operado en bolsa en ruedo y mercado electrónico**  
(Expresado en millones de dólares estadounidenses)



Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019

Se puede notar que mayo es el mes que más se ha negociado durante la gestión 2018, por otro lado febrero es el mes más bajo en cuanto a montos, en general depende de la oferta y la demanda de los valores.

**Gráfico 24: Evolución anual del monto colocado en el mercado primario**  
(Expresado en millones de dólares estadounidenses)



Fuente: Bolsa Boliviana de Valores, 2019

De esta forma, de la gestión 2014 a 2016 los montos de emisión habían mostrado crecimiento, sin embargo en los últimos dos años este ha decaído, incluso a un monto menor a 2015, lo cual puede ser interpretado de distintas maneras, una de ellas es la capacidad de pago de las empresas con registro vigente en la BBV, otra la no incorporación de empresas nuevas al mercado, lo cual es aún más preocupante, considerando que el sector productivo en el país ha estado incrementando y se necesita dinero para la inversión.

De esta forma, es conveniente mostrar una tabla comparativa de los últimos tres meses del año 2018 sobre la emisión en el mercado primario en la bolsa:

*Tabla 16: Cantidad de emisiones registradas en bolsa*

Bolsa Exchange	2018												Var. % último mes  % Change - last month
	Octubre / October				Noviembre / November				Diciembre / December				
	Total	Emisores Nacionales Domestic Issuers		Emisores Extranjeros Foreign Issuers	Total	Emisores Nacionales Domestic Issuers		Emisores Extranjeros Foreign Issuers	Total	Emisores Nacionales Domestic Issuers		Emisores Extranjeros Foreign Issuers	
		Sector Privado Private sector	Sector Público Public sector			Sector Privado Private sector	Sector Público Public sector			Sector Privado Private sector	Sector Público Public sector		
Buenos Aires	1370	1058	312	0	1371	1061	310	0	1382	1075	307	0	0,80
Boliviana	244	231	13	0	246	233	13	0	255	242	13	0	3,66
B3 (*)	330	319	11	0	330	319	11	0	329	318	11	0	-0,30
Colombia	751	586	162	3	757	610	144	3	760	603	154	3	0,40
Costa Rica	1428	175	281	972	1473	183	282	1008	1461	178	277	1006	-0,81
Guayaquil	468	365	103	0	461	362	99	0	468	368	100	0	1,52
Quito	463	362	101	0	461	363	98	0	468	368	100	0	1,52
El Salvador	706	199	202	305	711	204	203	304	707	204	202	301	-0,56
BME	3388	2128	591	669	3079	2099	471	509	3080	2089	490	501	0,03
Mexicana	869	0	0	0	867	0	0	0	862	0	0	0	-0,58
Panamá	695	682	13	0	694	681	13	0	704	691	13	0	1,44
Lima Rep.	450	422	27	1	450	421	28	1	446	417	28	1	-0,89
Dominicana	331	259	71	1	332	261	70	1	332	261	70	1	0,00
Caracas	472	472	0	0	486	486	0	0	522	522	0	0	7,41

En Bolivia, no incluye los Bonos del Tesoro emitidos por el BCB/ In Bolivia Treasury bonds issued by Central Bank of Bolivia are not included

*Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas*

En comparación con otras bolsas de valores, en cuanto a emisión en el mercado primario, la BBV si muestra una participación más dinámica, con mayor peso sobre otras bolsas de la región, este es uno de los mercados en los que el mercado de valores boliviano se tiene mayor participación, a diferencia del mercado de renta variable.

## 6. ESTRATEGIAS PARA ESTIMULAR LA PARTICIPACION ACTIVA EN EL MERCADO DE VALORES EN BOLIVIA

Se han definido estrategias para el desarrollo del mercado de valores en Bolivia, que deben ayudar necesariamente a profundizar la negociación en sus operaciones bursátiles:

Figura 6: Panel general de estrategias



Fuente: Elaboración propia

A lo largo de este capítulo se han de desarrollar todas y cada una de las estrategias planteadas en la Figura 6, aclarando que se tratan de estrategias que sirven de base para aplicar a un mercado, mediante una profundización en ellas, y a través de su revisión, mejora y optimización de las mismas, estas han sido elaboradas en base a la información actual del mercado de valores en Bolivia, además de analizar y estudiar otras bolsas de valores iberoamericanas, de las cuales sin duda se puede tomar ideas relevantes.

## 6.1. INVERSIÓN EXTRANJERA

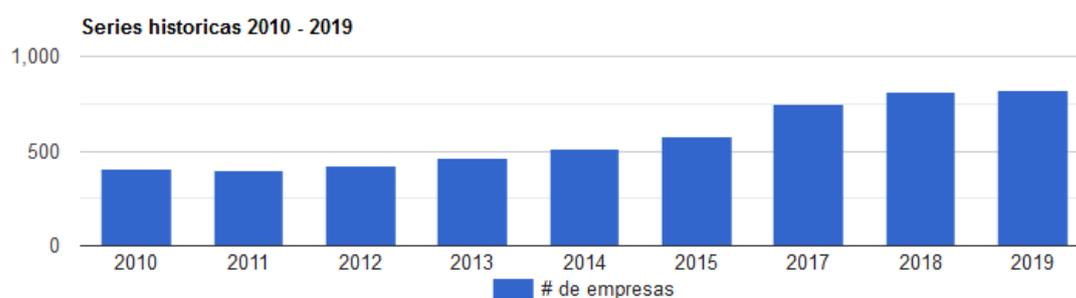
### 6.1.1. Análisis previo

En cuanto a la inversión extranjera, si bien la CEPAL ha indicado que existe un crecimiento en la Inversión Extranjera Directa (IED) no existen muchas empresas internacionales establecidas en el país.

La IED se ha dado sobre todo en el sector de recursos, hidrocarburos y minería, de esta manera otros sectores básicamente no han tenido una participación muy relevante en este aspecto.

Con respecto a esto, el número de empresas registradas en Bolivia que han sido constituidas en el extranjero, donde podemos ver claramente que durante los últimos dos años no ha habido un incremento considerable, lo cual puede ser signo de que la economía no es tan atractiva para invertir en ella.

Gráfico 25: Número de empresas extranjeras en Bolivia



Fuente: FUNDEMPRESA

En base a esto, se muestra en número de empresas con base societaria en el extranjero que operan en Bolivia, y como muestra en el anexo 3, no existe ninguna empresa extranjera que cotice acciones en la Bolsa Boliviana de Valores, de acuerdo a la información que indica la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB).

Pasa absolutamente lo contrario con Chile que ha cerrado el año 2018 con 80 empresas extranjeras listadas y Perú con 14 extranjeras listadas, lo cual indica la diferencia de procedimientos y quizá facilidades que se les da a las empresas en diferentes mercados, además de tener en cuenta las ventajas en cuanto a riesgo país que se tiene y los aspectos relativos a ello.

Por el momento, no se ha tocado el tema de negociación, se habla solamente de acciones listadas en una determinada bolsa de valores. En función a esto, también es importante mencionar la parte de las emisiones en renta fija que se muestran en el anexo 4.

En evidencia, Bolivia tiene mayor participación en la emisión de renta fija, y esto se cumple juntamente con lo que se mencionaba con anterioridad de la influencia de la renta fija en las negociaciones en el mercado de valores.

Sin embargo, *las emisiones de renta fija de empresas extranjeras siguen sin tener presencia, aunque este es un patrón regional*, dado que solamente en Costa Rica existen empresas emisoras de deuda, luego, en ningún otro país de la región se realiza este tipo de operaciones; esto se especifica en base a los datos presentados en el anexo 4. .

En este sentido, la idea principal es incrementar la participación tanto de empresas nacionales como internacionales en el mercado de valores del país, para lo cual se plantean estrategias a seguir con la finalidad de lograr ese cometido.

#### *6.1.2. Estrategia: Seguridad jurídica para empresas e inversores extranjeros*

Esta es una de las estrategias más sensibles que se puede plantear, debido a la corriente política que sigue el país, sin embargo se pueden hacer ajustes dentro de una economía que pregona el socialismo.

Lo que en realidad buscan las empresas cuando se internacionalizan es algún tipo de motivación que haga que invertir en un país sea realmente atractivo, para lo cual se han diseñado las siguientes estrategias que podrían ayudar al cumplimiento de esta.

En primer lugar *deben definirse las líneas de acción sobre las cuales van a trabajarse las políticas*, y en este factor se deben considerar diferentes aspectos importantes que el país tiene como atractivo, a continuación se destacan los siguientes:

##### *5.1.1.1. Localización geográfica*

*Bolivia podría implementar estrategias que promuevan su ubicación en Sudamérica, es decir, al encontrarse justo al centro podría ser una localización estratégica para muchas empresas multinacionales que tienen presencia en el continente, sin duda que a través de un profundo análisis geopolítico es una excelente alternativa.*

##### *5.1.1.2. Materias primas<sup>14</sup>*

Por defecto, las características de Bolivia como país son respecto a las materias primas son favorables, puesto que es un país rico en recursos naturales.

##### *5.1.1.3. Regulación de los préstamos hipotecarios*

Esto recae en la facilitación de acceso a la compra inmobiliaria, por lo cual el nivel de ventas en el país se ha incrementado.

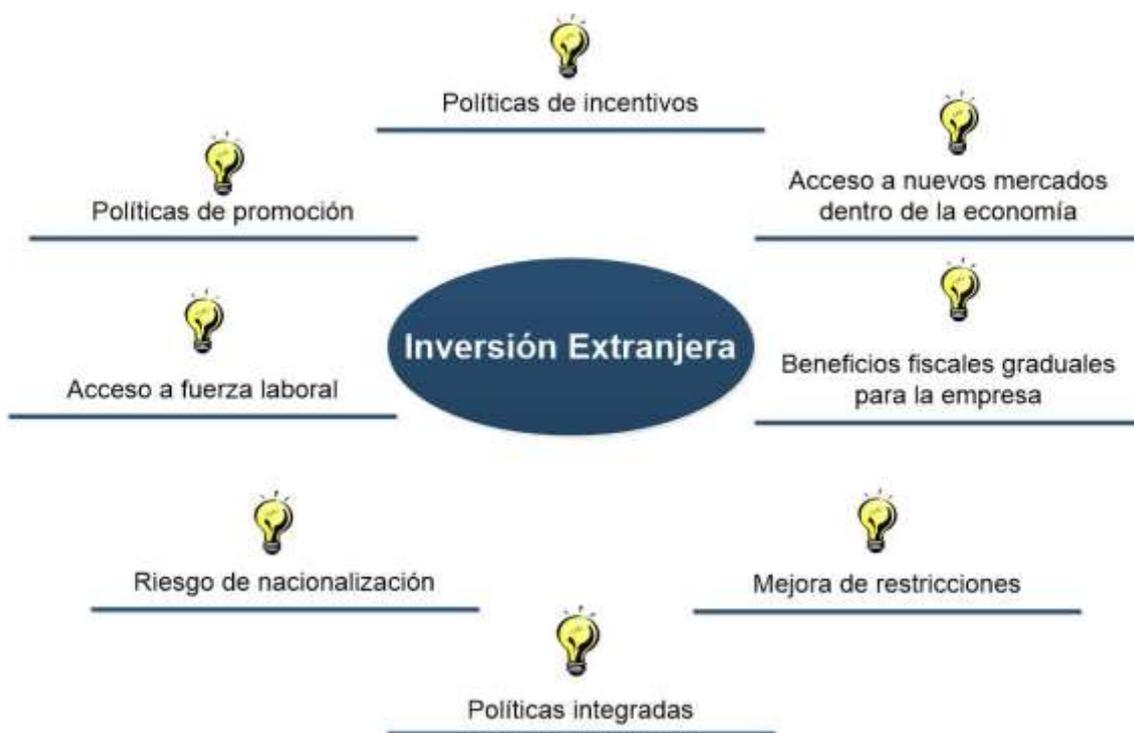
---

<sup>14</sup> [https://cedib.org/post\\_type\\_titulares/riquezas-y-reservas-potencial-enorme-en-bolivia/](https://cedib.org/post_type_titulares/riquezas-y-reservas-potencial-enorme-en-bolivia/)

### 6.1.2. Bases de acción

Una vez dicho esto, las líneas de acción de dichas políticas deberían basarse en pilares como:

Figura 7: Líneas de acciones de las estrategias necesarias



Fuente: Elaboración propia

*Deberían generarse políticas claras y concisas para que esto se haga efectivo, para ello se necesita un trabajo en el sector público pensando en la economía de un país con desarrollo en el futuro.*

En efecto, la toma de políticas gubernamentales, leyes o lineamientos no es para nada parte de un sistema financiero y sus instituciones, es tarea de un gobierno central, sin embargo esto repercute de manera directa en los objetivos de las empresas, dado que en el caso de que esto se implementase, y se logre una mayor participación de empresas multinacionales dentro de la economía esto genera puestos laborales, crea competencia dinámica en el mercado, lo cual hace que se generen precios competitivos y las ventas incrementen.

Además que de cierta forma esto le beneficia al estado por la atracción de capital proveniente de beneficios a final de gestión.

El punto final reside en que *la aplicación y desarrollo de estas deriva directamente en el incentivo a las empresas nacionales como internacionales a*

*crecer dentro de un mercado*, lo cual significaría financieramente invertir y ampliar el negocio, lo que se traduce en necesidad de capital.

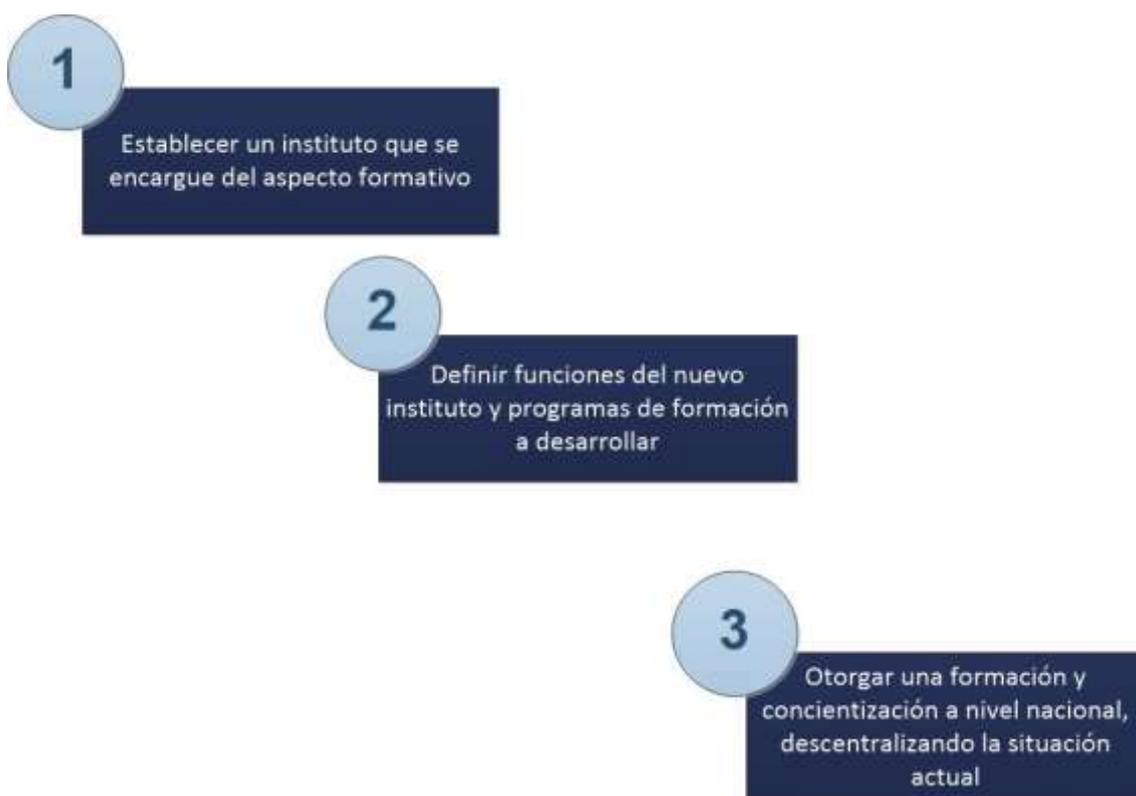
Esta necesidad de capital a su vez deriva en la posible solicitud de esta a través del mercado de valores, ya sea a través de una oferta pública de venta, una oferta pública de suscripción o una emisión de acciones.

Es sin duda un trabajo de mucho detalle, el cual debe ser estrictamente planificado a detalle, y para lograr este objetivo que sería de mediano a largo plazo el mercado sobre todo accionario debería ser mucho más atractivo y sobre todo dinámico en el país.

## **6.2. CONCIENCIACIÓN DE EMPRESAS Y PERSONAS SOBRE EL MERCADO DE VALORES A NIVEL NACIONAL**

Este epígrafe tiene como fin mostrar la estrategia de concienciación del mercado de capitales en Bolivia, ya que el público por lo general no sabe lo que esto significa, ni tampoco sus actividades ni lineamientos.

*Gráfico 26: Proceso estratégico de concientización*



*Fuente: Elaboración propia*

*Lo que se plantea en este caso es la creación de un instituto de formación liderado por la bolsa de valores, que se encargue de la elaboración, distribución y difusión de la información, además que se le podría agregar otra funcionalidad*

tal como la formación de profesionales que operen en la bolsa en el sistema electrónico y demás, la otorgación de licencias del tipo que la bolsa de valores lo necesite.

A través de ello se estaría concienciando a una sociedad como tal y a un universo empresarial en Bolivia, indicándole beneficios, requisitos, facilidades, dificultades de entrar a un mercado de valores.

Este ente tendría entre sus funciones, la formación, tal y como se mencionaba anteriormente, en este caso se puede tomar como ejemplo a Bolsas y Mercados Españoles (BME), que en efecto esta institución agrupa las cuatro bolsas de valores de España (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) en la cual se realiza toda la administración y operativa de la bolsa como tal y por otro lado se encuentra Instituto BME que es la entidad que se encarga de la formación de BME, que nace justamente con la finalidad de formar y como parte del proceso de integración del mercado de valores.

### 6.3. ESTABLECER INICIATIVAS PARA OPV<sup>15</sup>, OPS<sup>16</sup>, DE EMPRESAS ENLISTADAS Y NUEVAS EMPRESAS

Esta estrategia está directamente ligada con la anterior, a raíz de la profundización en la estrategia de lograr atraer inversionistas internacionales y hacer que el mercado sea más competitivo y por ende incrementa la participación de las empresas en bolsa.

Figura 8: Proceso del mercado a través de las estrategias



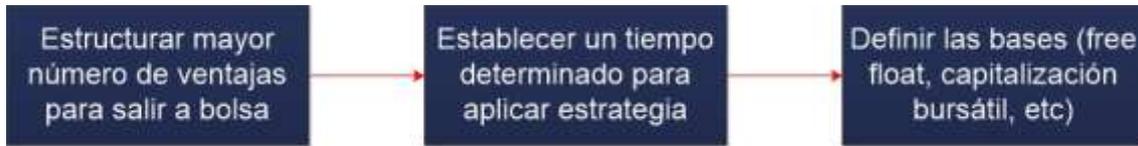
Fuente: Elaboración propia

Para definir estas estrategias y tratar de cumplir con el proceso planteado, se deben plantear las siguientes bases estratégicas:

<sup>15</sup> Oferta Pública de Venta

<sup>16</sup> Oferta Pública de Suscripción

Figura 9: Bases estructurales de la estrategia



Fuente: Elaboración propia

En el primer caso, la definición de bases estructurales para que la negociación en renta variable se profundice es clave, como ser la definición de un mínimo de acciones negociables en el mercado (free float), porque de no ser así, en caso de que se no emita un mínimo nivel de activos pues la negociación no gozaría de transparencia dado que un determinado número de accionistas de la empresa tienen gran parte de su capital accionario.

Otro aspecto a mencionar sería:

- *El pago de dividendos de la empresa, lo cual respecta que deba tener por lo menos un número mínimo de años en el mercado para ser negociada.*

Posteriormente

- *Definición de las bases estructurales, es necesario definir las facilidades que se les podría presentar a las empresas para que este mercado sea dinámico.*

Como ser por ejemplo el:

- *Decremento de los costos de emisión de acciones y/o bonos, definir un tiempo establecido para el trámite de las emisiones o salidas a bolsa, sin que este sea largo y tedioso, lo cual se tendría que coordinar con todas las instituciones que participan en el proceso.*

Además de que esto:

- *Debería tener un tiempo establecido, hasta que el mercado se estabilice y pueda haber una negociación viable y dinámica, de no ser así no tendrían sentido las políticas acordadas.*

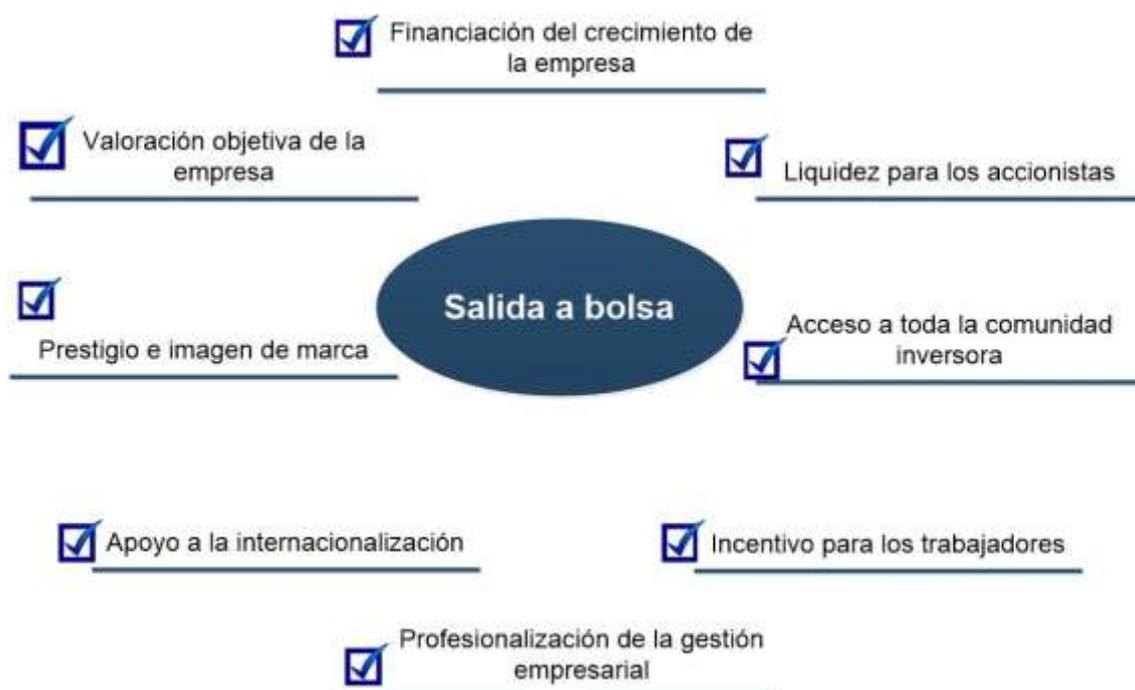
En ese mismo sentido, el sistema SMART que tiene la BBV permite poder generar este tipo de negociación electrónica a través de la compra y venta de acciones, además de realizar emisiones y subastas a través de su sistema. Una de las ventajas de la negociación electrónica es la fiabilidad de los precios negociados cuando la negociación en el mercado es amplia.

Cabe mencionar que este sistema deriva del sistema SIBE SMART, dado que la empresa que le ha prestado el servicio tecnológico es BME<sup>17</sup>. Por lo cual es un mercado en el cual se pueden realizar compras y ventas a través de la oferta y demanda de valores y la fijación electrónica de precios.

La motivación a que las empresas salgan a bolsa o amplíen el número de sus acciones en el mercado, o en efecto emitan bonos o titulizaciones tiene efectos sumamente positivos en su devenir financiero y administrativo.

Lo que se ha de mencionar a continuación, tiene mucha relación con el segundo objetivo, aquel que se mencionaba la creación de una entidad privada formadora que se encargue de difundir las operaciones y ventajas de salir a bolsa, dentro de estas se encuentran las siguientes:

*Figura 10: Ventajas de salir a bolsa*



*Fuente: Elaboración propia en base a Guía para salir a bolsa, BME*

Donde uno de los aspectos más importantes es la:

- valoración de las empresas, para salir a un mercado esta debe ser valorada, posteriormente se realiza el trámite correspondiente y luego empieza a ser totalmente transparente, eso se traduce en la incorporación de nuevos accionistas y en la recaudación de capital para la inversión productiva.

<sup>17</sup> Bolsas y Mercados Españoles

Le añade una plusvalía a la internacionalización y determina una administración profesional en cuanto a cuanto a la gestión empresarial. Estos aspectos y muchos más, deberían expresarse a través del instituto de formación de la bolsa de valores en Bolivia que se ha planteado realizarse anteriormente.

#### *6.3.1. Establecer procesos eficientes de salida a bolsa y emisiones de deuda*

Para que las empresas se establezcan de mejor manera dentro del mercado de valores,

- *Deben establecerse plazos, normas, guías de salidas a bolsa, hacer eficientes los procesos en cuanto a trámites y demás.*

Es evidente que las empresas cuentan con diferentes alternativas para obtener financiamiento, una de ellas es a través de una OPV<sup>18</sup>.

Pero para ello también:

- *Se le debe conceder al sector empresarial cierta seguridad y eficiencia en el proceso.*

En este caso se toma el ejemplo de la Bolsas y Mercados Españoles (BME), y ha de ser ejemplo de varias estrategias debido a la utilidad de sus procesos en una posible adaptación al mercado de valores en Bolivia.

De hecho, ya se ha tenido una experiencia en esto, tal y como se ha mencionado anteriormente, con el sistema SMART, desarrollado por BME, además de que esta institución ha apoyado de esta manera a varias bolsas sudamericanas, lo cual indica con mayor propiedad que esto podría funcionar.

El proceso que se lleva a cabo en España es el que se detalla a continuación:

---

<sup>18</sup> Oferta Pública de Venta

Figura 11: Proceso de salida a bolsa en España



Fuente: Guía para salir a bolsa, BME

De esta manera el proceso formal de introducción de la documentación a la bolsa para abrirse financieramente a nuevos inversores es de cuatro a seis meses, considerando los registros en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para ser autorizado y posteriormente la tramitación en la bolsa a través del listing<sup>19</sup> y el acuerdo de fecha para salir a bolsa.

En Bolivia, la entidad que regula y supervisa el mercado de valores es la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), que en realidad está encargada tanto del mercado de valores como de la banca y seguros.

Por lo cual esta tarea va en conjunto de otras entidades allegadas al sistema, según la ASFI, los participantes de una OPV son:

<sup>19</sup> Una de las maneras que tienen las empresas de salir a bolsa, donde se inicia cotización sin que los accionistas iniciales vendan sus acciones.

Tabla 17: Participantes de una salida a bolsa en Bolivia

Participantes
Emisor
Estructurador
Empresa calificadora de riesgo
Agente Colocador
Inversionistas
BBV
Entidad de Depósito
ASFI
Representante Común de Tenedores de Bonos

Fuente: Elaboración propia en base a ASFI

Uno de los problemas más latentes es el tiempo de duración de la emisión, es decir si una empresa tiene pensado salir a bolsa a través de una emisión de acciones o a través de una emisión de bonos o titulización, pues es normal que la necesidad de capital sea latente, de esta manera si el tiempo estimado no se cumple pues los problemas de capital empiezan a surgir.

- De esta forma, debe establecerse seguridad jurídica para las empresas que salgan al mercado.

Tras una planificación de inversión, la decisión puede variar a través del financiamiento a través de un crédito bancario, que en Bolivia es el tipo de financiamiento tradicional.

- Para cumplir esto debe tenerse en cuenta que es un proceso de acuerdo y coordinación con varias instituciones, tanto privadas como públicas.

#### **6.4. CREAR UN MERCADO ALTERNATIVO PARA PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS**

Para el desarrollo de esta estrategia se procede a realizar un análisis previo que desglose la información necesaria para posteriormente comprender la estrategia principal.

##### *6.4.1. Análisis previo*

Este es un punto importante dentro del mercado de valores, además que sería un aspecto clave para el desarrollo del mercado como tal, donde en otros mercados si ha habido mayor desarrollo, para ello primero se dará un breve vistazo a la situación actual de las PyMEs en Bolivia.

Para iniciar en este cometido es importante mencionar el porcentaje de la micro, mediana y pequeña empresa en Bolivia y Sudamérica en general:

Tabla 18: Porcentaje del total de MIPYMES sobre el sector empresarial

País	Porcentaje
Argentina	98,08%
Bolivia	98,00%
Brasil	98,10%
Chile	98,40%
Colombia	96,00%
Ecuador	99,52%
El Salvador	99,30%
España	99,90%
México	99,80%
Nicaragua	99,34%
Paraguay	99,00%
Perú	99,50%
Portugal	99,90%
República Dominicana	97,70%
Uruguay	99,45%

Fuente: Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores

Como en todos los países en general, el porcentaje de este sector supera el 90%, lo cual indica también que representan un gran porcentaje dentro del movimiento económico de los países, de esta forma aportar por ellas en el mercado resulta una alternativa interesante.

En este sentido se han creado en algunos mercados de valores iberoamericanos, los denominados mercados alternativos, como ser en Perú y en España, lo cual hace que este sector sea mucho más atractivo al financiamiento/inversión.

En el caso de Perú, se denomina Mercado Alternativo de Valores (MAV), que dentro de sus principales tareas indican que es una iniciativa que tiene por fin facilitar el acceso a la pequeña y mediana empresa al mercado bursátil.

Este mercado se caracteriza por tener menores requerimientos de información financiera, de gobierno corporativo, de calificación de riesgo y de comisiones al mercado, que para una empresa tradicional de cotización en bolsa, además que estas empresas están sujetas a menores tarifas, además que se busca que estén exoneradas del impuesto a las ganancias.

Lo que pueden generar este tipo de empresas son acciones, bonos e instrumentos de corto plazo; lo que indica es que se negocian instrumentos de corto plazo.

Este mercado plantea el siguiente procedimiento:

*Figura 12: Procedimiento de emisión en el Mercado Alternativo de Valores de la Bolsa de Valores de Lima*



*Fuente: Bolsa de Valores de Lima*

Por otro lado, indican unos requisitos mínimos, mostrados a continuación:

*Tabla 19: Requisitos de listado del Mercado Principal Vs el mercado alternativo en la Bolsa de Valores de Lima*

<b>Listado</b>	<b>Mercado principal</b>	<b>Mercado Alternativo</b>
Memoria anual (último ejercicio)	2 últimos ejercicios	Si
Anexo de información sobre el cumplimiento de los principios de Buen Gobierno.	Si	A partir del 03 año
Informe de clasificación de riesgo.	2	1
Información financiera individual anual auditada (último ejercicio).	2 últimos ejercicios	Sí
Presentación de estados financieros individuales.	Trimestral	Semestral

Adecuación de estados financieros de acuerdo a normas internacionales de información financiera.

Régimen sancionatorio especial.

Si	Si (*)
No	Si

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

En la última tabla, se muestra una diferencia de los requisitos del mercado principal con los requisitos del mercado alternativo. Esta es una manera de atraer a empresas a este mercado, empresas que tengan perspectivas de crecimiento y que posteriormente puedan formar parte de un mercado principal.

Por el lado de España, indican que es un mercado orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, a través de regulación específica para este sector empresarial, reducción de costes y procesos acordes al mercado.

En el caso español, el proceso de incorporación es el siguiente:

Figura 13: Proceso de emisión en el Mercado Alternativo Bursátil de BME

1. Decisión / Planificación	2. Preparación / Solicitud	3. Tramitación	4. Incorporación
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Acuerdos sociales</li> <li>✓ Designación Asesor Registrado y Proveedor de Liquidez</li> <li>✓ Revisión de la situación de la empresa: valoración</li> <li>✓ Diseño de la operación</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Cumplimentación de los requisitos de incorporación</li> <li>✓ Solicitud</li> <li>✓ Documento informativo de incorporación (DIIM) incluye información financiera auditada.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Evaluación por el MaB de la solicitud y, en su caso, acuerdo de publicación del DIIM</li> <li>✓ Inicio ampliación de capital, en su caso</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Cierre de la ampliación, en su caso</li> <li>✓ Acuerdo de incorporación y publicación en el Boletín del MaB</li> <li>✓ Inclusión, Registro Anotación en cuenta</li> <li>✓ Toque de campana y cotización</li> </ul>

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

En cuanto a los costes, se indica una tarifa fija más una variable que se aplica sobre la capitalización de los valores que se han de incorporar a negociación, y este valor resultará de su primer precio de mercado.

Además de los costes asociados a la estructuración de la emisión con los asesores y proveedores de liquidez en el mercado.

De esta manera, y analizando la próxima tabla que muestra la relación de lo que se mostró anteriormente pero esta vez solo con el porcentaje de solamente pequeñas y medianas empresas.

*Tabla 20: Porcentaje de pequeñas y medianas empresas sobre el total del sector empresarial*

País	Pequeña empresa	Mediana empresa
Argentina	22,84%	5,62%
Bolivia	13,00%	5,00%
Chile	20,61%	3,09%
Colombia	4,60%	1,20%
Ecuador	7,70%	1,60%
España	4,70%	0,60%
México	3,60%	0,80%
Nicaragua		11,89%
Paraguay	2,30%	0,20%
Perú	4,50%	0,20%
República Dominicana	19,1%	19,5%
Portugal	3,20%	0,50%

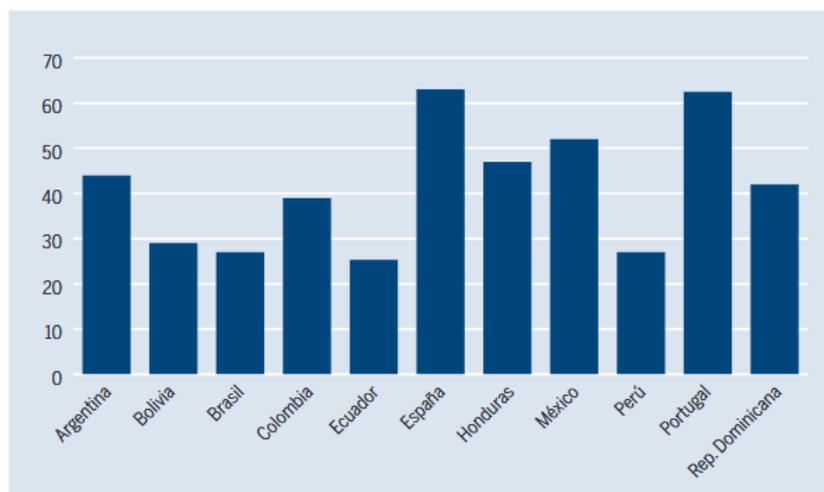
*Fuente: Bolsa de Valores de Lima*

Donde en Bolivia el 5% representa la mediana empresa, que es aquella que preferentemente podría acudir a este tipo de mercado, lo cual representa una cuota de mercado considerable, de acuerdo a ello se puede trabajar directamente en estructurar un mercado de valores alternativo en Bolivia.

Es de considerar también el porcentaje que las MIPYMES<sup>20</sup> representan en un mercado en función del PIB, como se muestra a continuación:

<sup>20</sup> Micro, Pequeñas y Medianas Empresas

Gráfico 27: Aportación del sector MIPYMES al PIB del país (porcentaje sobre el PIB) en 2017



Fuente: Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores

En Bolivia representan casi un 30% en función del PIB, lo que significa un valor considerable, por lo que de esta manera es importante mencionar qué es lo que se ha hecho en Bolivia para que estas empresas decidan financiarse a través del mercado de valores.

El informe de la IIMV, indica que las PyMEs cumplen los mismos requisitos que otras empresas, sin embargo existen algunas diferencias con respecto a los estados financieros. Lo que generalmente se presentan son tres gestiones, mientras que para las PyMEs solamente son dos, así también indica que los estados de estas empresas no son auditados necesariamente por una empresa inscrita en el Registro del Mercado de Valores (RMV), mientras que en el mercado principal esto sí es necesario.

Además que existe la modalidad de bonos participativos, *estos representan un valor emitido exclusivamente por PyMEs, con la finalidad de adquirir financiamiento, esta emisión puede tener varias series, con distintos montos, plazos y tasas de interés. Además que contiene un pago de un interés fijo más un interés variable, mismo que este es definido por la empresa emisora.*

#### 6.4.2. Estrategia

Lo que se plantea en primer lugar es:

- *Desarrollo serio, estructurado y fidedigno de un mercado alternativo para pequeñas y medianas empresas, donde se les de la seguridad, facilidad de información, facilidad de inscripción y tasas recortadas como estimulante para su incorporación a un mercado.*

Este mercado debe estar:

- *Totalmente solido estructuralmente, además de contar con lo que se menciona en el anterior párrafo, y que realmente cumpla con la consigna de “Mercado Alternativo”<sup>21</sup>, porque de no ser así no tendría ningún sentido su aplicación en las finanzas.*

De esta manera, la conformación de este mercado, conjuntamente con las acciones de las anteriores estrategias mencionadas, potenciarían de manera eficaz las operaciones bursátiles del país, lo cual también es un aspecto positivo para el país, puesto que esto llama la atención de inversionistas internacionales.

El modelo que se plantea para el desarrollo de un mercado alternativo es el siguiente:

*Figura 14: Proceso para estrategia de mercado alternativo*



*Fuente: Elaboración propia*

<sup>21</sup> Mercados donde cotizan acciones empresariales que están compuestos por empresas de pequeña y mediana capitalización.

Tal y como se mencionaba,

- *Debe estructurarse un modelo de mercado alternativo que realmente brinde facilidades y ventajas a las PYMES, con la finalidad de incentivar este sector de la economía.*
- *Estas ventajas, facilidades, recorte de costos de emisión y demás, deben estar estrictamente mencionados en una guía de emisión, así como en los principales pilares de dicho mercado.*

Otro paso adicional y muy importante es:

- *La descentralización de mercado de valores en Bolivia, y para hablar con más propiedad, esto significa que la única bolsa de valores del país tenga la oportunidad de abrir sucursales en distintas ciudades del país, de carácter meramente informativo, o quizá de la mano de esta estrategia puede ir también aquella de crear un centro formativo por parte de la BBV.*

Captar participantes y estimular la negociación será función tanto de la bolsa como de los miembros del mercado, de esta forma también debe fortalecerse la licencia que existe para estructurador de valores PYME, puesto que esta autorización no es muy conocida y además no representa gran importancia dentro del mercado, lo cual no quiere decir que no sea una gran idea.

## 6.5. INTERNACIONALIZAR A LAS EMPRESAS BOLIVIANAS EN EL MERCADO DE CAPITALES

El presente acápite se desarrolla en base al siguiente cuadro resumen:

*Tabla 21: Estrategias para internacionalizar empresas bolivianas*



*Fuente: Elaboración propia*

Es evidente que en la actualidad no puede conformarse un índice de mercado en Bolivia, puesto que no existe una negociación profunda en el mercado accionario como para poder realizar esto, sin embargo, podría realizar un índice en base a las empresas que tienen mayor participación en el mercado de valores, ya sea por ejemplo en el mercado secundario, cuales son los bonos que más se compran/venden en el mercado o cuales son los valores sobre los cuales se negocian mayor número de operaciones de reporte.

*Esto activaría la iniciativa de las empresas a participar con mayor frecuencia en el mercado, lo cual en el futuro se convertiría en atracción de*

capital de inversores y además de mostrarse internacionalmente de manera positiva.

En cuanto a índices bursátiles, *Bolivia es el único país que no cuenta con uno en Sudamérica, lo cual demuestra su falta de negociación en acciones.* Pero aun así, por ese mismo motivo las corporaciones deberían incrementar sus acciones para mostrarse internacionalmente y poder competir a nivel internacional.

Un aspecto importante dentro de este apartado, es la internacionalización de las empresas bolivianas, puesto que por el momento ninguna de ellas cuenta con inscripción en alguna bolsa internacional. De esta manera, es importante mencionar cuáles son las empresas más grandes de Bolivia, como se muestra a continuación en la siguiente tabla del último informe realizado en 2018.

*Tabla 22: Empresas más grandes de Bolivia (por ingresos)*

Empresas	Ingresos 2017 (Bs)	Ingresos 2017 (USD)	¿En bolsa?	Instrumento
<b>Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos S.A.</b>	35.801.238.090,00	5.143.856.047,41	Si	Acciones
<b>Minera San Cristóbal S.A.</b>	5.602.700.000,00	804.985.632,18	No	No
<b>YPFB Refinación S.A.</b>	5.384.400.000,00	773.620.689,66	No	No
<b>Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.</b>	4.693.317.630,00	674.327.245,69	No	No
<b>Telefónica Celular de Bolivia S.A.</b>	3.734.073.205,00	536.504.770,83	Si	Bonos LP
<b>Cervecería Boliviana Nacional S.A.</b>	3.519.039.583,00	505.609.135,49	No	No
<b>Embotelladoras Bolivianas Unidas EMBOL S.A.</b>	2.453.000.000,00	352.442.528,74	No	No
<b>Pil Andina S.A.</b>	2.306.014.115,00	331.323.867,10	No	No
<b>Corporación Minera de Bolivia</b>	2.238.100.000,00	321.566.091,95	Si	Pagarés
<b>Cooperativa Rural de Electricidad Ltda.</b>	2.185.200.000,00	313.965.517,24	No	No

*Fuente: Elaboración propia en base a Periódico La Razón*

La empresa más grande de Bolivia en función a los ingresos anuales es Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB), que valga la aclaración, es una empresa estatal, seguida de Minera San Cristóbal S.A. en segundo lugar, y en tercer lugar se encuentra YPFB Refinación. De las tres empresas más grandes del país solamente una de ellas se encuentra en bolsa, mediante la emisión de acciones, pero si se analiza esto en función de las 10 más grandes, se encuentra a Telefónica Celular de Bolivia S.A. con la emisión de bonos a largo plazo y también a Corporación Minera de Bolivia, a través de la emisión de pagarés bursátiles.

Es así que se confirma que muchas de ellas no se encuentran siquiera en negociación en la bolsa local, por lo cual es imprescindible la utilización de

incentivos para hacer crecer este mercado e impulsar a las empresas. Al salir a bolsa en otro país se elimina el riesgo de tipo de cambio, y en este sector deberían poner interés las empresas que realizan su trabajo a través de recursos naturales, puesto que esto es muy valorado por los inversores internacionales.

Esto último mencionado es un aspecto más que relevante, puesto que el gobierno podría incentivar la cotización de empresas bolivianas en bolsas internacionales a través de incentivos que coadyuven en el cost of listing o en beneficios posteriores, estos aspectos ya los determinan las instituciones necesarias.

#### *6.5.1. Crear una bolsa de derivados*

En Bolivia existen sectores cuya producción agrícola es excepcional para la economía del país, como ser las ciudades de Santa Cruz, Beni y Pando, la parte oriental de Bolivia. En primer lugar, una bolsa de derivados se caracteriza por ser un mercado de bienes y servicios, que a través de contratos tienen como objetivo cubrir el riesgo en los precios de los productos.

Para que esto pueda implementarse en Bolivia es necesario que exista heterogeneidad entre las actividades, además de contar con el apoyo necesario de una entidad que desee apoyar con la inversión.

Se plantea esta idea con la mera intención de dinamizar el mercado, introducir operaciones de contratos a futuro y opciones a través de los subyacentes que se encuentran en el país, esto necesita de un apoyo estatal y obviamente de un esfuerzo del sector privado para hacer más eficientes las operaciones y mitigar riesgos en el mercado.

## **7. PROCESO DE IMPLEMENTACIÓN, CUMPLIMIENTO Y RESULTADOS ESPERADOS**

El proceso de implementación de estrategias referentes a lo desarrollado en el último capítulo consta de un trabajo en conjunto con los encargados de que el mercado de valores en Bolivia funcione, estas entidades básicamente son las bolsas de valores (solo una), la autoridad reguladora y supervisora y las entidades de custodia y depósito de valores.

Para ello se deben tomar en cuenta los siguientes conceptos:

### **7.1. ENCARGADOS**

Como en cualquier estrategia a desarrollarse, deben definirse los actores principales, es evidente que no todas las estrategias necesitan de los mismos actores, sin embargo para que en general las estrategias funcionen, los objetivos macroeconómicos y los objetivos de la bolsa deberían tener un direccionamiento similar.

## 7.2. PLAZO

Todas las estrategias deben tener un plazo establecido, el presente trabajo no puede determinar un tiempo estimado justamente por lo que se mencionaba en el párrafo anterior, sin embargo si se plantea un tiempo ya sea corto, medio o largo plazo para su implementación.

## 7.3. RESULTADOS ESPERADOS

Este aspecto es muy importante, puesto que indica que el horizonte de la estrategia, a donde se quiere llegar con el trabajo planteado, a su vez, este depende de que todos los objetivos y acciones se hayan cumplido de manera eficiente.

## 7.4. DISEÑO

### 7.4.1. Inversión Extranjera Directa (IED)

En cuanto al incremento de incentivo para capitales extranjeros, se plantea que podría darse un trabajo arduo en cuanto a políticas tanto económicas como fiscales para poder desarrollarse a plenitud en el medio plazo, este trabajo depende exclusivamente de las entidades gubernamentales, sin embargo la participación de instituciones del mercado como guía de este es fundamental.

*Figura 15: Pilares de la estrategia sobre IED*

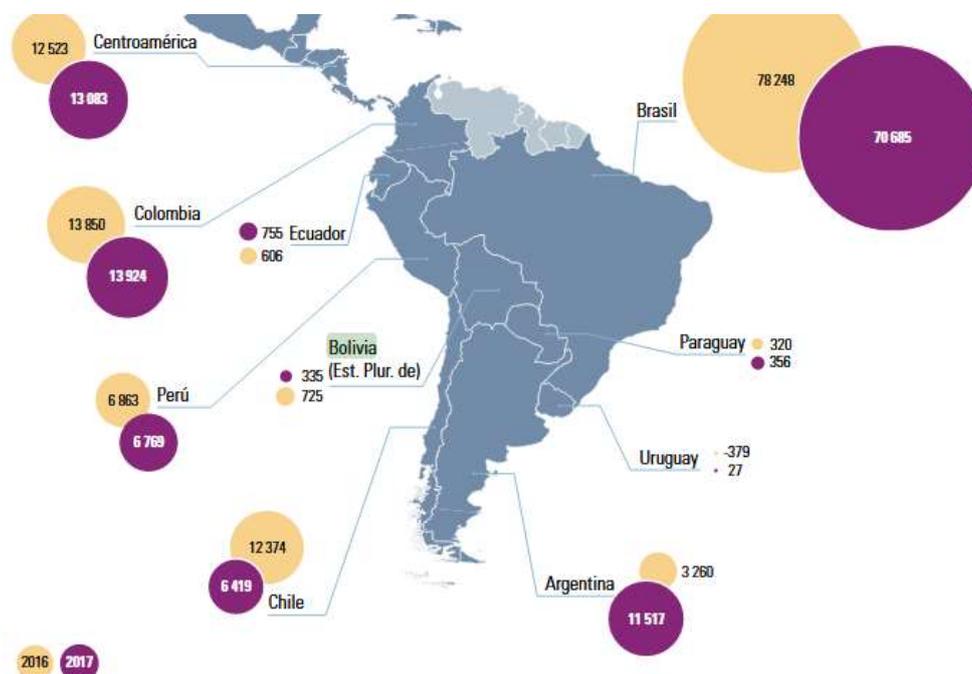


*Fuente: Elaboración propia*

De esta manera, se espera:

- Incremento en el monto de inversión directa extranjera en el país, dado que juntamente con Ecuador es uno de los dos países con menor monto de IED, lo cual no beneficia para nada ni a la economía, ni al mercado de valores.

Figura 16: Inversión extranjera directa en América Latina en 2016 y 2017



Fuente: La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe, CEPAL

Para comparar estos valores en función al PIB de cada país se muestra la siguiente tabla:

Tabla 23: IED en función del PIB

País	IED 2017	PIB 2017 (Miles USD)	%
Bolivia	335	37.508,64	0,9%
Chile	12.374	277.075,94	4,5%
Perú	6.863	211.389,27	3,2%

Fuente: Elaboración propia

En base a esto, se ve que la IED en Bolivia en función a su PIB no supera el 1%, y en base a ello también se debe considerar que el PIB del país es mucho más inferior al de Chile y Perú, que tienen una IED de 4.5% y 3.2% respectivamente, de esta forma, se deben tomar medidas necesarias para que estos montos puedan crecer.

En cuanto al incremento de esta, los resultados esperados son:

- Incremento de la competencia en el mercado
- Precios competitivos que estimulen la oferta y la demanda y que esto se vea reflejado posteriormente en las cuentas nacionales.

Además de que la IED, aporta de manera significativa en la transferencia de tecnología, además que tener empresas internacionales fomenta la capacitación constante del capital humano.

Si bien para que nuevas empresas puedan ingresar al país deberían tomarse medidas de beneficios fiscales temporales, una vez esto suceda, el ingreso por impuestos para el país es mucho más grande, lo cual recae en mayor inversión pública e incremento de presupuestos nacionales.

Esto repercutirá posteriormente en el mercado de valores, un mercado ya con empresas de calidad y competencia en precios cuantificada, necesita de inversión, por lo cual salir a bolsa será una alternativa viable y atractiva.

#### 7.4.2. Concientización del mercado de valores

En Bolivia se han realizado formaciones en cuanto al sistema financiero, específicamente banca, lo que se conoce como “Educación Financiera”, sin embargo la educación bursátil es escasa, esta se la imparte en universidades, sobre todo en carreras que tienen relación con las finanzas, en algunas de ellas de manera muy esporádica.

Es por eso que se ha propuesto la creación de un centro de formación dependiente de la Bolsa Boliviana de Valores, tal y como sucede en España con BME, los motivos ya han sido especificados anteriormente, aquí se plasma el diseño.

Figura 17: Pilares de la estrategia sobre concientización



Fuente: Elaboración propia

La institución encargada de este objetivo es la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), dado que es la única bolsa en el mercado de valores en Bolivia, además que debe fomentar un mercado que prácticamente se mueve bajo sus lineamientos. Diseñar e implementar esta alternativa no debería demorar más que un medio plazo, es decir, de uno a tres años, dado que se necesita un tiempo de análisis del mercado, diseño de la nueva estructura de gobierno corporativo, fuentes laborales y demás aspectos netamente administrativos.

Además de definir detalladamente las funciones y políticas que esta ha de llevar a cabo, con la mera finalidad de tener claros los objetivos, y sobre todo la

finalidad de difusión y formación de profesionales operadores, asesores, y colaboradores del mercado de valores autorizados.

Los resultados que se esperan a través de esta estrategia en principio se traducen en que la sociedad boliviana tenga presente la existencia de un mercado bursátil, a través de una formación y socialización de lo que realmente se hace en el mercado, como opera, quienes pueden participar, como ingresar a él y demás aspectos que son de suma importancia para poder desarrollarse en el mercado de capitales.

Haciendo referencia a sociedad, no solamente se piensa en la gente, sino también en las empresas como sociedad jurídica con posibilidad de ingresar a un mercado de valores, a aquellas empresas que tengan un potencial de crecimiento y una realidad financiera estable.

Y el resultado final como tal:

- *Participación activa, tanto de inversores como de empresas en el mercado,*
- *Población bursátilmente educada, en base a ello las posibilidades de participación incrementan*
- *Proveer facilidades y mecanismos de ingreso acordes a la realidad.*
- *Incremento de la negociación en el mercado*
- *Dinamizar las operaciones, generar mayor oferta y demanda de valores*

El cumplimiento de estas estrategias y el conseguir los resultados esperados de la mano con otros objetivos esto sería un éxito operativo.

#### *7.4.3. Iniciativas OPV, OPS y emisión de deuda*

Esta estrategia debe ser llevada a cabo conjuntamente entre la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), esto debido a que esta última es quien rige el mercado de valores en el país, por lo cual tiene derecho y potestad de determinar todo lo referente a lo normativo en cuanto a salidas a bolsa

El trabajo debe realizarse en conjunto debido a que ambos entes conocen el mercado de valores, y saben que la necesidad de liquidez es prácticamente el motivo por el cual las empresas se financian, además de que una depende de la otra.

En cuanto a la BBV es importante que de una opinión fundamentada de los montos mínimos, free float y demás detalles que conlleven una salida a bolsa exitosa, y con respecto a la ASFI, esta debe elaborar un reglamento estructurado y actualizado y posteriormente hacerlo público.

Figura 18: Pilares de la estrategia sobre iniciativas OPV, OPS y emisiones



Fuente: Elaboración propia

Asimismo uno de los problemas existentes es el tiempo de tramitación de una salida a bolsa o una emisión de deuda, lo cual en ocasiones suele demorar bastante, y una empresa que no tenga los recursos necesarios para la contratación de mayor número de personas que puedan colaborar en lo legal, que puede ser el caso de las PYMES, pues desistirá en el intento.

El plazo estimado para la aplicación de estas medidas conlleva el medio plazo, considerando que previamente se debería hacer un análisis del mercado como tal y luego definir bien los parámetros, además de coordinar directamente con otras estrategias de captación de empresas que se financien en este mercado, por lo cual el tiempo estimado es de uno a tres años.

Con respecto al resultado que se espera:

- *Aplicación eficiente de medidas que conlleven la atracción de empresas al mercado de valores*
- *Mecanismos a través de los cuales estas puedan desarrollarse competitivamente en el mercado.*

Lo cual posteriormente se traduce en mayor monto de negociación en las operaciones, una mayor oferta y demanda de valores y además un mercado de renta variable mucho más activo, sobre el cual se podría construir un índice bursátil y además implementar nuevos instrumentos en el mercado regulado.

#### 7.4.4. Mercado Alternativo para PYMES

El diseño y aplicación de esta estrategia es sumamente importante para el desarrollo de la bolsa de valores en Bolivia, incluir a este sector de la economía le dará mayor presencia a nivel internacional.

Figura 19: Pilares de estrategia sobre el mercado alternativo para PYMES



Fuente: Elaboración propia

En este objetivo también participan la BBV, las ASFI y se incorpora un ente, que es el gobierno, dado que se necesita de impulso a este sector empresarial, sobre todo en el ámbito de la negociación en bolsa.

El plazo para el diseño e implementación de este objetivo es de medio plazo, debido a que se necesita de una coordinación y posteriormente montar el mercado formalmente, lo cual no debería sobrepasar los tres años, de esta manera se lograrían los resultados esperados, sin embargo debe tomarse en cuenta la situación sociopolítica del país.

Teniendo como resultados esperados:

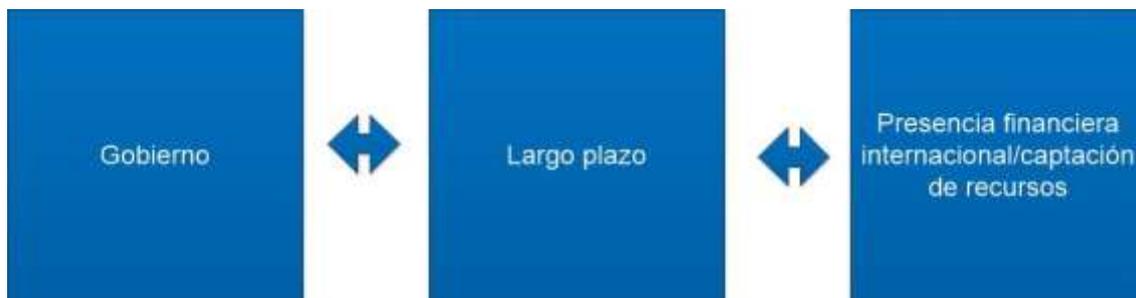
- *Diversificación del financiamiento a nivel nacional*
- *Movimiento de capitales tanto nacionales como de las mismas empresas y sus estructuras de financiación,*
- *La bolsa incrementaría montos de negociación y se estaría impulsando a negociar renta variable.*
- *Aquellas entidades que formen parte del mercado de valores y que sean sociedades anónimas captaran recursos a través de la renta variable, por otro lado se encuentran los valores de renta fija, de aquellas que sean sociedades de responsabilidad limitada (que por lo general pertenezcan al sector PYME); ambas sociedades tienen la posibilidad de participar en un mercado que para ese entonces, si se implementan las estrategias mencionadas podría ser totalmente dinámico*

#### 7.4.5. Internacionalización bursátil de empresas bolivianas

Este es uno de los objetivos y estrategias más osadas del trabajo, puesto que dada la actualidad de las empresas en el mercado de valores boliviano, es casi impensado que estas se atrevan a emitir acciones en el exterior.

Sin embargo, una vez aplicadas las anteriores estrategias, será importante su aplicación de acuerdo a los lineamientos presentados en el desarrollo de la estrategia dado que le daría presencia a empresas bolivianas en un mercado internacional, además que colaboraría con la inversión extranjera en el país.

Figura 20: Pilares de estrategia de internacionalización de empresas bolivianas



Fuente: Elaboración propia

En este caso, quien debe promover esto es el gobierno, quien es el actor principal para que esta estrategia pueda ser realmente posible, sin embargo necesita de apoyo de las instituciones ligadas al sistema financiero del país. Está diseñada para funcionar en el largo plazo, debido a que como se mencionaba anteriormente la situación bursátil actual no es adecuada.

Los resultados esperados:

- *Dinero para las empresas.*
- *Mayor mercado para empresas*
- *Ingreso a nuevos mercados financieros*
- *Mitigar riesgos de tipos de cambio*
- *Presencia internacional.*

Por otro lado, el gobierno gana que las empresas crezcan de manera considerable, que los inversionistas extranjeros se fijen en el país como una alternativa de inversión, además de generar mayor mercado y por ende competencia, lo que significa recursos financieros también para el estado.

Además de que a través de la implementación de una bolsa de productos, el país gana bastante en cuanto a la negociación de sus subyacentes, que cabe mencionar, Bolivia es rico en subyacentes como la soja, el maíz, trigo, etc.

Por lo cual, el esfuerzo e implementación de políticas y facilidades a estas empresas debe ser continuo con el fin de montar una red financiera en el país capaz de competir a nivel internacional.

## 8. CONCLUSIONES

El mercado financiero boliviano en la actualidad pasa por un proceso de desarrollo, a través de prácticas que pueden incrementar los montos de negociación, sin embargo no estimulan la implementación de nuevas alternativas en el mercado de valores en Bolivia. En la actualidad se tiene un desarrollo poco significativo para el largo plazo, sin embargo a través de la implementación de estrategias se puede alcanzar otro nivel superior, como el de otros mercados.

Éste necesita de incentivos estatales para hacer crecer su mercado, la situación actual implica que se negocien montos elevados de capital pero que sin embargo no exista diversificación en las operaciones, todo se mueve en función a la renta fija, poco en cuanto a la renta variable y por ende la negociación de derivados es nula, así como la inexistencia de un índice de mercado, justamente por el motivo de que uno de sus dos pilares de instrumentos financieros casi no se negocia.

*En general Bolivia en la actualidad no es atractiva a la inversión extranjera, no tanto como otros países en Latinoamérica, lo cual también debilita el mercado de valores y hace que este se vea perjudicado a raíz de esto y con miras a una profundización de la renta variable bastante dudosa.*

Se ha identificado que la *participación del estado* boliviano es indispensable para mejorar las prácticas en el mercado de capitales en el país, a través de políticas, incentivos y procedimientos que hacen falta, estos deberían ir en coordinación con las entidades que forman parte del sistema financiero, de esta manera, cualquier planeación de estimulación al mercado podría adecuadamente eficientemente para su implementación.

Las estrategias que se han planteado sirven como parámetro a un arduo trabajo que debería realizarse en el mercado de valores, ante su ajuste, modificación o mejora y una planificación adecuada, *el mercado de valores podría incrementar su presencia en Bolivia*, y posteriormente en Latinoamérica. Este aumento redundaría en una mejora general a la economía del país, por mayor acceso a la financiación.

De esta manera, cada una de las estrategias está pensada como estimulante de la otra, es decir, que una se complementa con otra estrategia, de esta manera se impulsaría el trabajo en conjunto de las entidades gubernamentales y privadas y su compromiso con el desarrollo del mercado de capitales en el país.

El proceso de adaptación y complejidad de implementación total de las empresas y del mercado como tal, abarca entre en medio y largo plazo. En base a todo esto, se concluyen las siguientes estrategias:

- El desarrollo del mercado de valores incrementaría el incentivo al ahorro en el país y a la formación de capital.

- Se debe incentivar la inyección de capital extranjero en el país, para ello se deben realizar acciones conformes a la atracción de la IED, tomar políticas de incentivos y de promoción que puedan coadyuvar en el beneficio a los inversores.
- Una alternativa a este tipo de incentivos es *el beneficio fiscal para las empresas*, es decir, con la finalidad de fortalecer los mercados se plantean beneficios graduales, con la finalidad de ir reduciendo este a lo largo de los años y que posteriormente ya se tengan empresas establecidas y en pleno funcionamiento.
- Se debe *disminuir el riesgo de nacionalización de las empresas extranjeras*, porque de no ser así, las empresas van a continuar en el mismo camino de no entrar en un mercado que en los últimos años ha mostrado una tendencia de nacionalizar empresas privadas.
- Una meta importante es la concienciación tanto a empresas como a futuros inversores sobre la existencia e importancia del mercado de valores a nivel nacional, dado que este todavía no es un mercado muy conocido (por lo menos para gran parte de la población).
- Esta concienciación debe realizarse también en las ciudades que no tienen mucha participación en el mercado financiero, dado que existen lugares que tienen potencial de negocios debido a su riqueza en recursos naturales y tradición empresarial, pero que sin embargo no son de las ciudades más pujantes de Bolivia.
- La concienciación debe darse a través de una nueva entidad formativa, dependiente de la bolsa de valores, que es una institución privada, o también podría desarrollarse a través de un trabajo conjunto entre entidades importantes del sistema financiero en el país.
- Establecer iniciativas para la *salida a bolsa* por parte de las empresas enlistadas (OPS) y nuevas empresas en el mercado, esto debe ir de la mano con las *políticas de atracción de capitales*, para ello se plantea una mejor estructuración de las ventajas para salir a bolsa, y sobre todo la definición de las bases para realizar dicha acción, ya que el mercado de renta variable en el país no está plenamente desarrollado.
- En cuanto a las PYMES, la creación de un mercado alternativo sólidamente establecido sería un pilar fundamental para el desarrollo del mercado de valores, dado que si se incentiva a este sector empresarial a utilizar con mayor frecuencia el mercado de valores se generarían mayores montos de negociación y además confianza en el mercado. Para ello se toma el ejemplo de los mercados de Perú y España.

- El mercado alternativo para PYMEs debería fomentar la facilidad de acceso a nuevos participantes sin dejar de lado la información verídica y fidedigna tanto financiera como de gobierno corporativo.
- La Entrada de fondos de private equity representaría también un incentivo para el mercado de las PYMEs
- Internacionalizar a las empresas bolivianas en el mercado de capitales es otra estrategia que podría establecerse a través de la implementación de *incentivos a las compañías a salir a cotización a un mercado extranjero*, que también le da visión internacional, además de atraer indirectamente recursos financieros para el país, a través de políticas como el pago parcial del coste de listing en bolsas internacionales.

Además de especificar que tras una adecuada aplicación de estrategias y una profundización en la negociación, *la banca* también se vería favorecida dado que sería más competitiva en sus depósitos y esto derivaría en *mayor eficiencia en el sistema*.

Para finalizar, todo lo mencionado requiere de un trabajo totalmente estructurado entre empresas privadas y públicas, actuando en pos de incrementar la participación y el desarrollo de un mercado que todavía se encuentra en crecimiento, como es el mercado de valores en Bolivia.

## 9. BIBLIOGRAFÍA

Álvarez, a. (2017) “Propuestas para mejorar el acceso y las condiciones de financiamiento en el sistema financiero boliviano”. *Revista Latinoamericana de Desarrollo Económico*. 5 (8), 147-187

Aguilar, H. (2013) “Bolivianización financiera y eficacia de política monetaria en Bolivia”. *Revista de Análisis Banco Central de Bolivia*. 18 (36), 81-142

Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (2019) Datos sobre el mercado financiero en Bolivia [En línea] Disponible en <<https://www.asfi.gob.bo/>> [09 marzo 2019]

Banco Central de Bolivia (2018) *El proceso de cambio y la Bolivianización* [En línea] Disponible en < <https://www.bcb.gob.bo/jornadamonetaria/03-JORNADA%20MONETARIA%20-%20BCB.pdf>> [09 Abril 2019]

Banco Central de Bolivia (S/A) *Los beneficios de la bolivianización* [En línea] Disponible en < <https://www.bcb.gob.bo/webdocs/seccioneducativa/cte/segundo/Cartilla%20BolivianizacionBCB-11.pdf>> [14 Abril 2019]

Banco Central de Bolivia (2017) *Memoria anual 2017*. La paz: Banco Central de Bolivia.

Banco Mundial (2019) *Ahorro bruto % sobre el PIB* [En línea] Disponible en <<https://datos.bancomundial.org/indicador/ny.gns.ictr.zs?view=chart> > [10 marzo 2019]

Bolsas y Mercados Españoles (s/a) *Guía para salir a bolsa* [En línea] Disponible en [http://www.bolsamadrid.es/docs/BMadrid/docsSubidos/GUIA\\_SALIR\\_A\\_BOLSA\\_.pdf](http://www.bolsamadrid.es/docs/BMadrid/docsSubidos/GUIA_SALIR_A_BOLSA_.pdf) [10 marzo 2019]

Bolsas y Mercados Españoles (2019) *Mercado Alternativo Bursátil (MAB)* [En línea] Disponible en <<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx>> [17 marzo 2019]

Bolsa Boliviana de Valores (2019) *Centro de información bursátil* [En línea] Disponible en <<https://www.bbv.com.bo/transacciones-en-bolsa>> [10 marzo 2019]

Bolsa de Comercio de Santiago (2019) *Guía para salir a bolsa* [En línea] Disponible en

<<http://www.bolsadesantiago.com/Biblioteca%20de%20Archivos/Extension/Documentos/Gu%C3%ADa%20Apertura%20Bolsa%20OK.pdf> [15 marzo 2019]

Bolsa de Valores de Lima (2019) *Mercado Alternativo de Valores* [En línea] Disponible en <<https://www.bvl.com.pe/mav/>> [11 marzo 2019]

Céspedes, J. (2017) “Propuesta de cálculo de índice bursátil para el mercado financiero boliviano”. *Revista Perspectivas*. 20 (39), 43-74

Córdoba, M. (2015) *Mercado de valores*. 1ra ed. Bogotá: Ecoe ediciones

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2017) *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2017*. 1ra ed. Santiago: Naciones Unidas.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2019) *Actualización de proyecciones de crecimiento de América Latina y el Caribe en 2018 y 2019* [En línea] Disponible en <[https://www.cepal.org/sites/default/files/pr/files/tabla-proyecciones\\_octubre-2018\\_esp.pdf](https://www.cepal.org/sites/default/files/pr/files/tabla-proyecciones_octubre-2018_esp.pdf)> [08 marzo 2019]

Federación Iberoamericana de Bolsas (2019) *Estadísticas del mercado en 2018* [En línea] Disponible en <[http://www.fiabnet.org/inf\\_mensuales/IM-Dic2018.pdf](http://www.fiabnet.org/inf_mensuales/IM-Dic2018.pdf)> [15 marzo 2019]

Heras, J. (2001). *Diccionario de mercados financieros*. 1ra ed. Barcelona: Gestión 2000

Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (2017) *Estudio sobre la financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica*. 1ra ed. Madrid: CYAN

Jiménez, C. (2010) *Análisis de mercados y activos financieros*. 1ra ed. Madrid: Editorial CEP.

Martin, M. (2011) *Mercado de capitales: Una perspectiva global*. 1ra ed. Buenos Aires: Cengage Learning.

## 10. ANEXOS

### 10.1. DATOS DE COTIZACIÓN DEL BOLIVIANO FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE EN BASE A DATOS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

AÑO	COMPRA	VENTA
2000	6,36	6,38
2001	6,81	6,83
2002	7,45	7,47
2003	7,79	7,81
2004	8,03	8,05
2005	8	8,08
2006	7,94	8,04
2007	7,6	7,7
2008	6,97	7,07
2009	6,97	7,07
2010	6,95	7,05
2011	6,86	6,96
2012	6,86	6,96
2013	6,86	6,96
2014	6,86	6,96
2015	6,86	6,96
2016	6,86	6,96
2017	6,86	6,96
2018	6,86	6,96

## 10.2. CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LA DEUDA A LARGO PLAZO EN MONEDA NACIONAL Y MONEDA EXTRANJERA DE PAÍSES LATINOAMERICANOS

### Deuda a Largo Plazo en Moneda Extranjera

	Moody's	S&P	Fitch	DBRS	NICE
ARGENTINA	B2	B	B	B	B
BOLIVIA	Ba3	BB-	BB-	-	-
BRASIL	Ba2	BB-	BB-	BB(L)	BB
CHILE	A1	A+	A	Disc.	-
COLOMBIA	Baa2	BBB-	BBB	BBB	-
COSTA RICA	B1	B+	B+	-	-
ECUADOR	B3	B-	B-	-	-
EL SALVADOR	B3	B-	B-	-	-
MÉXICO	A3	BBB+	BBB+	BBB(H)	BBB+
PANAMÁ	Baa2	BBB	BBB	-	-
PARAGUAY	Ba1	BB	BB+	-	-
PERÚ	A3	BBB+	BBB+	Disc.	BBB+
URUGUAY	Baa2	BBB	BBB-	BBB(L)	-
VENEZUELA	C	SD	RD	-	-

### Deuda a Largo Plazo en Moneda Local

	Moody's	S&P	Fitch	DBRS	NICE
ARGENTINA	B2	B	B	B(H)	B+
BOLIVIA	Ba3	BB-	BB-	-	-
BRASIL	Ba2	BB-	BB-	BB(L)	BB+
CHILE	A1	AA-	A+	Disc.	-
COLOMBIA	Baa2	BBB	BBB	BBB	-
COSTA RICA	B1	B+	B+	-	-
ECUADOR	-	B-	B-	-	-
EL SALVADOR	-	B-	B-	-	-
MÉXICO	A3	A-	BBB+	BBB(H)	A-
PANAMÁ	-	BBB	BBB	-	-
PARAGUAY	Ba1	BB	BB+	-	-
PERÚ	A3	A-	A-	Disc.	A-
URUGUAY	Baa2	BBB	BBB-	BBB(L)	-
VENEZUELA	C	CCC-	CC	-	-

### 10.3. NÚMERO DE EMPRESAS QUE COTIZAN ACCIONES EN BOLSAS DE SUDAMÉRICA

Bolsa Exchange	2018												Variación %- Change% diciembre- 17 December- 17
	Septiembre/September			Octubre/October			Noviembre/November			Diciembre/December			
	Total	Domésticas Domestic	Extranjeras Foreign	Total	Domésticas Domestic	Extranjeras Foreign	Total	Domésticas Domestic	Extranjeras Foreign	Total	Domésticas Domestic	Extranjeras Foreign	
Buenos Aires	99	93	6	99	93	6	99	93	6	99	93	6	-2,94
Boliviana	51	51	0	51	51	0	51	51	0	51	51	0	4,08
B3	339	333	6	338	333	5	339	334	5	339	334	5	-1,17
Santiago	288	206	82	288	206	82	287	205	82	285	205	80	-2,73
Colombia	68	66	2	68	66	2	68	66	2	68	66	2	-1,45
Costa Rica	10	10	0	10	10	0	10	10	0	10	10	0	0,00
Guayaquil	56	56	0	56	56	0	56	56	0	56	56	0	0,00
Quito	56	56	0	56	56	0	56	56	0	56	56	0	1,82
El Salvador	111	81	30	103	74	29	103	74	29	103	74	29	-5,50
BME	3019	2993	26	3019	2992	27	3015	2988	27	3006	2979	27	-4,15
Mexicana	146	140	6	145	140	5	145	140	5	145	140	5	-2,03
Panamá	31	30	1	31	30	1	31	30	1	31	30	1	0,00
Lima	229	213	16	228	212	16	226	211	15	225	211	14	-12,79
Caracas	33	33	0	33	33	0	33	33	0	33	33	0	-8,33

### 10.4. EMISIONES EN RENTA FIJA EN BOLSAS DE IBEROAMÉRICA PERIODOS OCTUBRE A DICIEMBRE DE 2018

Bolsa Exchange	2018												Var. % último mes % Change - last month
	Octubre / October				Noviembre / November				Diciembre / December				
	Total	Emisores Nacionales Domestic Issuers		Emisores Extranjeros Foreign Issuers	Total	Emisores Nacionales Domestic Issuers		Emisores Extranjeros Foreign Issuers	Total	Emisores Nacionales Domestic Issuers		Emisores Extranjeros Foreign Issuers	
		Sector Privado	Sector Público			Sector Privado	Sector Público			Sector Privado	Sector Público		
Private sector		Public sector	Private sector			Public sector	Private sector			Public sector			
Buenos Aires	42	32	10	0	67	60	7	0	73	60	13	0	8,96
Boliviana	20	5	15	0	16	5	11	0	30	10	20	0	87,50
B3	1	1	0	0	2	2	0	0	0	0	0	0	-100,00
Colombia	2	2	0	0	11	11	0	0	4	2	2	0	-63,64
Costa Rica	31	7	4	20	44	8	2	34	21	3	4	14	-52,27
Guayaquil	17	16	1	0	12	12	0	0	12	12	0	0	0,00
Quito	11	11	0	0	9	9	0	0	9	9	0	0	0,00
Panamá	2	2	0	0	1	1	0	0	1	1	0	0	0,00
Lima	3	3	0	0	3	2	1	0	1	1	0	0	-66,67
Rep. Dominicana	1	1	0	0	3	2	1	0	0	0	0	0	-100,00
Caracas	40	40	0	0	28	28	0	0	36	36	0	0	28,57

## 10.5. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL Y ÚLTIMA NEGOCIACIÓN DE LAS ACCIONES LISTADAS EN LA BBV (DATOS A ABRIL DE 2019)

Emisor	Acciones	Ultima negociación		VPP		Cpitalización de mercado	
		Fecha	Precio	DivFech a	Monto	Bs	USD
<b>Agencias de Bolsa</b>							
BIA	299.834	-	-	31-mar-19	137,28	41.161.212	5.913.967
CBA	118.030	-	-	31-mar-19	167,29	19.745.239	2.836.960
NVA	223.260	-	-	31-mar-19	152,97	34.152.082	4.906.908
SZS	16.800	-	-	31-mar-19	1.401,39	23.543.352	3.382.666
<b>Agroindustrial</b>							
BVC	211.590	06-dic-01	109	31-mar-19	69,45	23.063.310	3.313.694
FIN	254.400	17-may-18	7.245,36	31-dic-18	3.985,50	1.843.219.584	264.830.400
<b>Bancos</b>							
BGA	5.275.970	20-mar-19	136,04	31-mar-19	128,21	717.742.959	103.123.988
BIS	103.156.36	6 15-nov-18	16,8	31-mar-19	13,91	1.733.026.949	248.998.125
BME	144.249.52	1 02-jun-16	25,04	31-mar-19	12,97	3.612.008.006	518.966.668
BNB	125.702.36	0 20-nov-18	16,53	31-mar-19	12,84	2.077.860.011	298.543.105
BSO	10.365.851	30-nov-15	146,44	31-mar-19	139,14	1.517.975.220	218.099.888
BTB	45.114	12-may-16	25.811,0	31-mar-19	30.214,0	1.164.437.454	167.304.232
FEF	2.080.378	23-abr-19	117,78	31-mar-19	116,18	245.026.921	35.205.017
FFO	2.023.612	20-dic-18	129,98	31-mar-19	132,62	263.029.088	37.791.536
FSL	1.052.281	27-nov-18	2.446,31	31-mar-19	1.062,96	2.574.205.533	369.857.117
NFB	885.703	-	-	31-mar-19	132,73	117.559.359	16.890.713
<b>Construcción</b>							
CAC	53	-	-	31-dic-18	1.233,04	65.351.120	9.389.529
<b>Eléctricas</b>							
COR	13.131.673	16-oct-18	193,89	31-mar-19	187,81	2.546.100.078	365.818.977
EEO	229.977	-	-	31-dic-18	723,98	166.498.748	23.922.234
ELF	566.668	13-nov-15	1.585,21	31-mar-19	1.788,77	898.287.780	129.064.336
ELP	1.926.919	-	-	31-mar-19	517,17	996.544.699	143.181.710
GUA	8.972.751	-	-	31-mar-19	250,71	2.249.558.403	323.212.414
TDE	18.214.114	15-ago-02	174,38	31-mar-19	187,84	3.176.177.199	456.347.299
VAH	21.835.282	03-dic-02	100	31-dic-18	145,48	2.183.528.200	313.725.316
<b>Industrial</b>							

PLR	343.304	08-nov-11	316,93	31-dic-18	500,17	108.803.337	15.632.663
SBC	6.838.146	16-dic-14	2.069,39	31-dic-18	255,94	14.150.790.951	2.033.159.619
<b>Petroleras</b>							
EPA	13.439.520	22-ago-17	600	31-mar-19	700,97	8.063.712.000	1.158.579.310
PCH	16.099.320	04-jul-16	310	31-mar-19	544,12	4.990.789.200	717.067.414
TRD	17.384.948	09-ene-19	773,06	31-mar-19	766,43	13.439.607.901	1.930.978.147
<b>Seguros</b>							
ALG	189.773	25-may-17	2.477,63	31-mar-19	1.366,13	470.187.278	67.555.643
ALI	75.200	25-may-17	2.526,61	31-mar-19	1.275,74	190.001.072	27.299.005
BSG	567.567	16-nov-16	288,59	31-mar-19	232,51	163.794.161	23.533.644
CGU	11	-	-	31-mar-19	2.893,32	31.826.520	4.572.776
CRU	219.369	19-oct-16	145,44	31-mar-19	161,69	31.905.027	4.584.056
LSP	401.440	30-abr-15	100,11	31-mar-19	106,96	40.188.158	5.774.161
LVI	3.179.696	28-feb-07	150,42	31-dic-18	194,98	478.289.872	68.719.809
NSP	872.373	04-ene-05	103,96	31-mar-19	100,76	90.691.897	13.030.445
PRS	316.315	23-feb-17	385	31-mar-19	55,81	121.781.275	17.497.310
<b>Servicios</b>							
SIS	142.883	20-sep-10	115	31-dic-18	177,63	16.431.545	2.360.854
HLT	100	06-dic-17	2.180,75	31-dic-18	2.210,33	218.075.000	31.332.615
TCO	53.064	28-ago-14	108,41	31-mar-19	137,52	5.752.668	826.533
VID	566.668	13-nov-15	44,48	31-mar-19	56,04	25.205.393	3.621.464
<b>Servicios Financieros</b>							
BIL	17	14-jun-11	2.310,98	31-mar-19	2.485,82	39.286.660	5.644.635
BNL	148.616	-	-	31-dic-18	199,5	29.648.892	4.259.898
RAI	11	28-oct-99	1.374,05	31-mar-19	1.415,58	15.114.550	2.171.631
SOC	644.800	-	-	31-mar-19	1.044,65	673.590.320	96.780.218
<b>Sociedades de titularización</b>							
BIT	2.231	-	-	31-mar-19	2.511,54	5.603.246	805.064
SAFIS							
SBI	2.857	-	-	31-mar-19	2.284,74	6.527.502	937.860
SCF	1.034.020	-	-	31-mar-19	13,37	13.824.847	1.986.329
SNA	33.600	-	-	31-mar-19	305,37	10.260.432	1.474.200
<b>Transporte</b>							
EFO	2.296.982	19-ene-01	171,96	31-mar-19	543,53	394.989.025	56.751.297

FCA	1.322.448	-	-	31-dic-18	326,82	432.202.455	62.098.054
						72.548.683.69	10.423.661.45
<b>Total acciones ordinarias</b>						<b>0</b>	<b>3</b>
BVC	3.41	13-nov-08	26,49	-	-	90.331	12.979
CRU	69.15	29-abr-10	100	-	-	6.915.000	993.534