

## **El Mercado de Valores Boliviano**

**Armando Alvarez Arnal\***

A partir de 1989, con el inicio de operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (BBV), el sistema financiero boliviano inicia un período de importantes transformaciones el cual se profundiza durante la década de los noventa con la promulgación de la Ley de Bancos y Entidades Financieras (1993), la Ley del Banco Central de Bolivia (1995), la Ley de Pensiones (1996), la Ley del Mercado de Valores (1998) y la Ley de Seguros (1998).

Con anterioridad a 1989, la intermediación financiera se centraba en instituciones bancarias, cooperativas y mutuales de ahorro y crédito quienes eran las únicas instituciones autorizadas para captar el ahorro del público y transferirlo, mediante operaciones crediticias, a las empresas e individuos que requerían de financiamiento. Al iniciar operaciones la BBV, se abre un nuevo esquema de intermediación (directa) donde los ahorristas e inversionistas pueden invertir recursos en valores (acciones, bonos, etc.) emitidos por empresas o el Estado, que pueden ser negociados en un mercado secundario organizado, generándose así nuevas alternativas de financiamiento e inversión.

Posteriormente, con la promulgación de las diversas leyes mencionadas se da lugar a un proceso de reestructuración del sistema financiero. Dentro de los principales resultados, se destaca la creación de un nuevo esquema regulatorio mediante la conformación de Superintendencias e Intendencias con claras facultades para regular y fiscalizar al mercado y sus participantes. Adicionalmente, se dio origen a los denominados inversionistas institucionales (Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros Previsionales) con capacidad para intermediar recursos fundamentalmente de mediano y largo plazo. Finalmente, cabe mencionar la promulgación de normativa para el funcionamiento de entidades que prestan servicios auxiliares tales como las calificadoras de riesgo y entidades de depósito de valores, además de la consolidación de nuevos mecanismos de financiamiento e inversión como la titularización y el leasing.

Las instituciones financieras captan el ahorro del público a través de cuentas de ahorro, cuentas corrientes y depósitos a plazo fijo y lo prestan a las empresas y personas según ciertos criterios de selección, políticas y normas crediticias. Por lo tanto, el ahorrista generalmente desconoce a quiénes han sido prestados sus recursos. Sabe, sin embargo, que la institución bancaria debe devolverle sus ahorros según las condiciones pactadas (interés, plazo, etc.). Queda manifiesto entonces que el riesgo por los préstamos otorgados es asumido en forma directa por la institución bancaria y no por el ahorrista.

En el mercado de valores, el inversionista o ahorrista, asesorado por un agente de bolsa, decide por voluntad propia en qué empresas va invertir sus ahorros, adquiriendo en una bolsa los valores (pagarés, bonos, acciones, etc.) emitidos por la empresa de su

interés. En consecuencia, es el propio inversionista o ahorrista quien asume el riesgo asociado con los valores y la empresa emisora de estos. Para ello es necesario que los inversionistas cuenten con información suficiente, confiable y oportuna respecto de los valores disponibles en el mercado y sus emisores. Así podrá evaluar el riesgo asociado a los mismos y tomar una decisión de inversión acorde con el riesgo que desea asumir y la rentabilidad que espera obtener. De ahí la necesidad e importancia de la transparencia en las empresas para participar de la bolsa.

Un principio elemental de las finanzas empresariales es que las fuentes (aportes de capital o endeudamiento) y condiciones de financiamiento (plazo, períodos de gracia, moneda, tasa y garantías) a las que una empresa debe acudir o acceder, deben fundamentalmente guardar relación con las características particulares del negocio en que se encuentra esa empresa, su etapa de desarrollo y la estrategia que desea implementar.

En el caso de las características del negocio, las necesidades de financiamiento de una empresa de exploración petrolera son muy distintas a las necesidades de financiamiento de una empresa de distribución de electricidad. Una empresa de exploración petrolera, por el riesgo asociado a su negocio (si descubre una importante reserva de hidrocarburos obtendrá una importante ganancia, pero si no descubre nada perderá la inversión), fundamentalmente se financiará con aportes de capital de los socios. Una empresa de distribución de electricidad, por el hecho de que es un negocio de bajo riesgo (el consumo de electricidad puede bajar, pero es muy poco probable que llegue a cero) tendrá una estructura de financiamiento distinta y podrá financiarse, seguramente, con mas deuda que con aportes de capital. Entre estos dos extremos de tipos de negocios, habrá otros más o menos riesgosos y, por lo tanto, las empresas tendrán distintas necesidades de financiamiento según el riesgo del negocio en que se encuentran.

En lo que se refiere a la etapa de desarrollo, dos empresas que están en el mismo negocio tendrán necesidades de financiamiento distintas, si una de ellas recién se esta iniciando y la otra tiene varios años en el mismo. La primera requerirá mayores aportes de capital que endeudamiento, mientras la segunda, por la experiencia adquirida, podrá recurrir a mayor endeudamiento para financiar sus actividades.

Igualmente, dos empresas que están en el mismo negocio y en similar etapa de desarrollo tendrán necesidades de financiamiento distintas si una de ellas comercializa sus productos en el mercado local y la otra lo hace en el mercado externo, ya que las condiciones de mercado y riesgos que enfrentan son distintas.

Por otra parte, se debe considerar que debido a lo reducido que es el mercado nacional, las empresas que se dedican a producir y comercializar sus productos localmente requiere de varios años para recuperar sus inversiones en bienes de capital (maquinarias, plantas, equipos, tecnología, etc.), difícilmente lo podrán hacer en dos o tres años. Asimismo, la instalación y puesta en marcha de esas plantas, maquinarias y equipos puede demandar de varios meses, dependiendo de la complejidad de los

activos y la industria que se pretende instalar. Finalmente, se debe considerar también que la mayoría de esas empresas tienen ingresos en moneda nacional y no en dólares.

Los recursos para financiamiento provienen principalmente del ahorro generado por las familias, las empresas y el Estado. Si una economía carece de suficiente ahorro interno para satisfacer la demanda local por financiamiento, deberá recurrir al ahorro generado en otras economías, lo que comúnmente se conoce como inversión o financiamiento externo.

Generalmente, los bolivianos ahorran a través de las instituciones financieras (bancos, fondos financieros, cooperativas y mutuales de ahorro y crédito). Este ahorro es canalizado por esas instituciones vía préstamos o créditos hacia las personas o empresas que los requieren para financiar necesidades individuales o capital de trabajo e inversión, según corresponda. Cabe señalar, que de cada diez dólares o pesos bolivianos que alguna de estas instituciones presta, nueve provienen de los ahorros del público y uno de su propio capital.

Ese ahorro de los bolivianos captado por las instituciones financieras registra las siguientes principales características: *i*) el tiempo promedio que los ahorristas dejan su dinero en esas instituciones es de aproximadamente un año y medio y *ii*) el 75% de los depósitos son en dólares americanos mientras que sólo el 25% restante en moneda nacional. En consecuencia, el hecho de que esas instituciones financieras no otorguen mayoritariamente financiamiento a largo plazo y principalmente en moneda nacional no se debe a una mala voluntad, se trata de un problema estructural, ya que simplemente no disponen de una importante cantidad de recursos a largo plazo y en moneda nacional.

Sin embargo, existen dos instituciones donde se viene generando ahorro de mediano a largo plazo. A partir de 1997, con la implementación del Seguro Social Obligatorio se dio origen a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros previsionales. Los primeros, localmente conocidos como los Fondos de Capitalización Individual y administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones, están conformados con los aportes que obligatoriamente mes a mes y en moneda nacional realizan los trabajadores en una cuenta individual de su propiedad donde se van acumulando para ser utilizados por éstos cuando se jubilen. Los segundos, también con carácter mensual, reciben en moneda nacional las primas que tanto los trabajadores como los empleadores pagan para la eventual cobertura del trabajador o en beneficio de sus familiares ante la pérdida de capacidades laborales o fallecimiento, según sea el caso.

Mientras los trabajadores no se jubilen y/o no se presenten los siniestros de fallecimiento o pérdida de capacidades laborales, dichos recursos deben ser invertidos por sus respectivos administradores, preferentemente en moneda nacional, para que generen un rendimiento que los haga crecer continuamente en beneficio de los trabajadores. Por lo tanto, se constituyen en el único ahorro interno (generado por los propios bolivianos) de mediano a largo plazo que existe en el país.

El efecto del ahorro de mediano a largo plazo en el financiamiento al sector productivo se puede observar en el comportamiento de las emisiones de valores que se han realizado en la BBV entre los años 1998 y 2006.

Como se puede observar en el siguiente cuadro el financiamiento al sector privado a través del mercado bursátil muestra un pico en el año 2001 con un monto de 251 millones de dólares y un comportamiento volátil los siguientes años. Sin embargo, año tras año, se observan importantes y significativas mejoras en las condiciones del financiamiento obtenido por las empresas emisoras.

Cuadro No. 1  
Comportamiento del Mercado Bursátil

	1998	1999*	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Montos Operados (millones US\$)	1,674	1,707	3,417	3,772	2,470	1,601	1,336	1,374	1,684
Emisiones Sector Privado (miles US\$)	1,550	6,000	40,000	251,000	183,000	76,860	90,303	144,936	98,080
Cantidad de Emisores	2	3	3	6	6	4	9	9	8
Plazo máximo (años)	4	5	8	12	5	6	9.5	7	10
Plazo mínimo (años)	1	3	3	3	1	2	1	0.5	0.17
Calificación más Alta	NA	A1	AA3	AA2	AA3	AA2	AA3	AA2	AA3
Calificación más Baja	NA	A1	BBB3	BB2	A3	BBB1	B2	B3	A3
Menor Tasa (US\$)	10.00%	10.00%	10.00%	9.75%	4.00%	6.80%	6.80%	4.50%	4.50%
Mayor Tasa (US\$)	12.50%	10.50%	11.15%	12.00%	10.50%	10.65%	11.00%	9.50%	8.00%

Fuente: BBV

En términos del plazo de financiamiento se aprecia que el año 1998 el plazo máximo fue de 4 años pero posteriormente se observan plazos de 8, 12, 9,5 y 10 años. También se registran emisiones con distintas calificaciones de riesgo, lo que demuestra que no sólo las emisiones con buenas y muy buenas calificaciones son aceptadas por el mercado. En cuanto al comportamiento de las tasas de interés se observa una clara tendencia a la baja tanto en lo que a financiamiento a corto como a largo plazo se refiere. Cuando en el año 1998 las tasas de interés en dólares para un financiamiento a corto plazo se encontraban en el 10% en los años 2005 y 2006 se reducen al 4,50%. De igual forma, para un financiamiento a mediano plazo, el año 1998 las tasas se encontraban en el 12,50%, pero el año 2006 para un financiamiento en dólares a 5 años la tasa se reduce a 8%.

En el mercado bursátil el costo de financiamiento reflejado en la tasa de interés tiene una directa relación con el riesgo asociado a la empresa emisora de valores. Los emisores con mayor riesgo asociado pagan una tasa de interés mayor que aquellos emisores con menor riesgo, debido a la transparencia que existe en ese mercado que permite a los inversionistas evaluar el riesgo asociado a cada emisión y emisor.

Pero el financiamiento a través del mercado de valores no solamente registra mejoras en las condiciones de plazo y tasa, sino también en las condiciones de períodos de

gracia para comenzar a amortizar capital, garantías y moneda como se puede apreciar en el cuadro No. 2.

En lo que a plazos de gracia para comenzar a amortizar capital se refiere se registran plazos que van entre seis meses a seis años. En cuanto a garantías, en la mayoría de los casos las otorgadas son comunes y generales (quirografaria), vale decir, que las empresas no han tenido que otorgar garantías específicas y lo que el inversionista evalúa es más bien la capacidad de las empresas para cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones y no así los activos que puede otorgar como respaldo. Y en cuanto a moneda, se observa que a través del mercado de valores las empresas pueden también obtener financiamiento en moneda nacional y en moneda nacional ajustada a la inflación, lo que se conoce como unidades de fomento a la vivienda (UFV).

Cuadro No. 2  
Condiciones de Financiamiento Obtenidas por  
Algunas Empresas

Emisor	Tipo de Financiamiento	Moneda	Calif.*	Monto US\$	Plazo (años)	Per. Gracia (años)	Tasa*	Garantía
<b>2004</b>								
La Concepción S.A.	Bonos	\$US	B2	1,000,000	6 a 6.5	1	10.00%	Hipotecaria
Inti S.A.	Bonos	\$US	BBB3	3,000,000	4.5 a 6.5	4.5	9.80 a 10.70%	Quirografaria
Efec S.A. III	Bonos	UFV	AA3	18,102,987	6	6	9.00%	Quirografaria
Soboce S.A.	Bonos	\$US	AA3	35,000,000	3 a 6	3	7.00 a 8.50%	Quirografaria
Cia. de Seguros Fortaleza S.A.	Bonos Convertibles	\$US	A2	500,000	5	5	10.00%	Quirografaria
Ingelec S.A.	Bonos	\$US	BBB1	2,000,000	2	2	10.00%	Quirografaria
Bisa Leasing S.A II	Bonos	\$US	A2	6,000,000	2 a 3	2	6.80 a 7.20%	Quirografaria
Exportadores Bolivianos SRL	Bonos	\$US	BBB2	3,000,000	1 a 3	1	8.00 a 10.00%	Quirografaria
Gravetal Bolivia S.A.	Pagares	\$US	N-1	20,000,000	0,5 a 1	0,5	3,50 a 5,50%	Quirografaria
<b>2005</b>								
Cobee	Bonos	\$US	AA2 /AA3	30,000,000	3 a 7	3	7.00 a 9.50%	Quirografaria
Fancesa II	Bonos	\$US	A1	5,000,000	4	4	8.25%	Quirografaria
Bisa Leasing	Bonos	\$US	A2	2,000,000	2	2	6.80%	Quirografaria
Nafibo (bonos Fere)	Bonos	\$US		20,000,000	1	1	4.70%	Gubernamental
Gravetal Bolivia S.A.	Pagares	\$US	N - 1	5,000,000	1	1	4.50%	Quirografaria
Valle Hermoso S.A.	Pagares	\$US		500,000	1	1	5.00%	Quirografaria
<b>2006</b>								
Inti S.A.	Titularización	Bs/UFV	AA3/A3	7,131,000	1 a 10	1	7.65 a 9.40%	
Electropaz SA	Bonos	UFV	AA3	28,319,545	8	6	6.05%	Quirografaria
Efec IV	Bonos	UFV	AA3	20,124,807	8	3	6.05%	Quirografaria
Gravetal II	Bonos	\$US	AA3	25,000,000	5	3	8.00%	Quirografaria
Fancesa II	Bonos	\$US	A1	5,000,000	4	4	8.25%	Quirografaria
Bisa Leasing	Bonos	\$US	A2	3,000,000	3	3	7.2 a 7.4%	Quirografaria
Soboce S.A.	Pagares	Bs	N - 1	1,258,000	0,20 a 0,50	0,20	5.00 a 6.40%	Quirografaria

\* Según las series en que esta compuesta la emisión y el plazo de vigencia de cada una de ellas

Fuente: BBV

En definitiva, la existencia de una bolsa de valores y de ahorro interno de mediano y largo plazo han permitido una significativa mejoría en las condiciones de financiamiento al sector productivo en todos sus aspectos: plazo, períodos de gracia, moneda, garantías y tasas de interés.

Estas significativas mejoras en las condiciones de financiamiento que están permitiendo que el sector productivo se financie en condiciones que se ajustan a sus necesidades - lo que es muy diferente a que se financie en las condiciones que el financiador le puede otorgar - son y serán posibles, en la medida en que se mantenga y acreciente el único ahorro de mediano a largo plazo del que se dispone en el país y se apoye decididamente un mayor desarrollo del mercado bursátil nacional.

A pesar de las evidentes mejoras en las condiciones de financiamiento hasta ahora logradas, existen diversos aspectos en los que se debe trabajar para que el único ahorro de mediano y largo plazo y el mercado bursátil contribuyan más y mejor al desarrollo económico y social del país. Entre estos aspectos están el hecho de que sólo 70 emisores se financian a través del mercado de valores, siendo la mayoría empresas medianas y grandes y dentro de estas, una sola se ha financiado mediante la emisión de acciones. Por otra parte, ante la imperiosa necesidad que existe de desarrollar infraestructura que mejore las condiciones de vida y/o de producción, principalmente en las áreas rurales, se requiere impulsar el financiamiento de Prefecturas y Municipios a través del mercado de valores. Asimismo, es imprescindible que los bancos, fondos financieros, mutuales y cooperativas, teniendo limitaciones en cuanto al plazo y moneda en las que el público ahorra en esas instituciones, diversifiquen sus fuentes de financiamiento acudiendo al mercado de valores para obtener financiamiento a largo plazo y en moneda nacional para así poder financiar a sus clientes en mejores condiciones de las que actualmente pueden ofrecer.

En este propósito la BBV ha elaborado propuestas e incluso hasta un proyecto de Ley a fin de generar mecanismos y vehículos que permitan a las pequeñas y medianas empresas acceder directa e indirectamente a financiamiento a través del mercado de valores. Asimismo, ha elaborado una propuesta que permite a municipios rurales organizados en mancomunidades, a fin de reducir los costos de estructuración, obtener financiamiento a largo plazo y en moneda nacional mediante la titularización de ingresos futuros provenientes de participación popular o el IDH. Mediante esta propuesta el ahorro de mediano a largo plazo de los bolivianos que se encuentra en los fondos de pensiones y compañías de seguros previsionales puede contribuir a mejorar el bienestar de sus compatriotas. Finalmente, para que las instituciones financieras obtengan financiamiento a través del mercado de valores mediante la emisión de bonos a largo plazo y en moneda nacional es necesario modificar algunas disposiciones contenidas en la Ley de Bancos que en la actualidad hace prácticamente inviable esta posibilidad.

Lo incomprensible es que estando las autoridades correspondientes en conocimiento de estas propuestas planteadas hace tiempo atrás, hasta el momento no se haya hecho nada al respecto. Sin embargo, a pesar de la falta de respuestas y el poco apoyo que recibe, la BBV, con sus propios y limitados recursos, seguirá trabajando para generar nuevas propuestas y mecanismos para que el ahorro de los bolivianos y el mercado bursátil continúen contribuyendo al desarrollo económico y social del país.

\* Analista económico y financiero.