

Propuestas para mejorar el acceso y las condiciones de financiamiento en el sistema financiero boliviano

*Armando Álvarez Arnal**

1. Introducción

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, las cuales 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), en el cual los ahorristas e inversionistas, por su cuenta y riesgo, ya sea directamente o a través de intermediarios, 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. Entre los principales resultados se destaca la creación de un nuevo esquema regulatorio mediante la conformación

* El autor es Gerente General de la Bolsa Boliviana de Valores. Las opiniones expresadas en este documento, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la organización. La responsabilidad por eventuales errores recae en el autor.

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 de vida) 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*.

Desde entonces, el sistema financiero registra importantes logros, entre los que se puede mencionar: el permanente incremento de emisores en la BBV, los que han logrado condiciones de financiamiento acordes a sus necesidades en términos de plazo, períodos de gracia, garantías y tasas congruentes con su nivel de riesgo; la utilización de más instrumentos financieros, como bonos, bonos convertibles, pagarés, acciones ordinarias y acciones preferidas; nuevos mecanismos de financiamiento, como la titularización, el capital riesgo y el *leasing*; y un importante crecimiento de los recursos administrados por los inversionistas institucionales, que a diciembre de 2005 alcanzan aproximadamente US\$ 2,700 millones (30 por ciento del PIB).

De manera complementaria, durante esos años se registra un importante desarrollo del microcrédito, que ha permitido el acceso a financiamiento por parte de sectores tradicionalmente excluidos. Dicho fenómeno se ha traducido en un constante crecimiento de los fondos financieros privados, que a diciembre de 2005 registran una cartera total de US\$ 264 millones, atendiendo la demanda de financiamiento de más de 147 mil prestatarios.

Sin embargo, a pesar de los importantes logros en términos de profundización financiera (48 por ciento¹), se observa que sectores económicos y empresariales como el agrícola, el minero y las pequeñas y medianas empresas (Pymes), con capacidad para generar empleo y riqueza, presentan aún importantes restricciones. Por una parte, su acceso a financiamiento es limitado y, por otra, aquellas empresas que sí acceden a financiamiento (independientemente de su sector y tamaño) no lo hacen en condiciones que se ajusten a sus necesidades ni a un costo acorde a su riesgo correspondiente.

1 La profundización financiera es medida a través del mayor agregado monetario (M⁴) como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB).

El que los agentes económicos puedan acceder a financiamiento en condiciones que se ajusten a sus necesidades resulta de vital importancia en un país como Bolivia, donde, por un lado, por lo reducido que es su mercado interno (9.43² millones de habitantes) y el bajo nivel de ingreso *per capita* (US\$ 992³), los procesos de acumulación de capital demandan varios años y, por el otro, la mayoría de los ingresos de los agentes económicos son generados en moneda nacional.

Si bien el importante crecimiento de las exportaciones registrado en los últimos años podría tender a reducir el tiempo que se requiere para la acumulación de capital de los agentes económicos, ésta es una premisa cuestionable bajo el entendido de que el 80 por ciento de las exportaciones corresponde a materias primas, mientras que sólo un 20 por ciento comprende productos con valor agregado. La favorable coyuntura internacional debiera ser aprovechada para diversificar y ampliar la oferta exportable con productos de mayor valor agregado. Sin embargo, para ello se requiere de mayores niveles de inversión financiados en condiciones apropiadas.

Cabe destacar en este punto que la estructura y condiciones de financiamiento de una empresa deberían ser congruentes con las características del negocio en que se encuentra, su etapa de desarrollo y la estrategia que desea implementar. Una empresa de exploración minera, por ejemplo, debido al alto riesgo del negocio en que se encuentra, tenderá a financiarse con capital propio en lugar de deuda. En cambio, una empresa de distribución de electricidad, al estar en un negocio de bajo riesgo, tenderá a financiarse en una mayor magnitud con deuda que con capital propio. De igual manera, una empresa de reciente formación, al no conocer ampliamente su negocio, tenderá a financiarse principalmente con capital propio y baja deuda, mientras que una empresa con varios años en el negocio podrá recurrir a mayor niveles de endeudamiento. Finalmente, una empresa industrial cuya estrategia se centra en atender un mercado local tendrá una estructura de financiamiento distinta de una empresa del mismo rubro pero cuya estrategia es atender mercados externos; ello, obviamente, responde a que las condiciones y riesgos que enfrentan cada una de ellas son distintos.

Las empresas con estructuras de financiamiento que no guardan relación con los factores antes mencionados tendrán bajas probabilidades de crecer y desarrollarse sólidamente y, en consecuencia, profundas restricciones en la generación de riqueza y empleo sosteni-

2 Fuente: UDAPE

3 Fuente: UDAPE

ble. Es por ello que resulta esencial que las empresas puedan acceder a una diversidad de alternativas de fondeo, que les permita tener estructuras de financiamiento acordes a sus necesidades. Así, al constituirse el financiamiento del sector productivo en un factor determinante para el crecimiento y desarrollo de una economía, es preeminente que los aspectos relacionados al mismo se sitúen en el centro de la agenda tanto pública como privada.

Bajo este contexto, el presente documento persigue explicar los principales factores por los que –a pesar de contar con un nivel insuficiente pero importante de ahorro interno– no se ha logrado mejorar de manera significativa el acceso a financiamiento de determinados sectores económicos y empresariales ni mejorar las condiciones de financiamiento de los sectores que acceden al mismo y plantear un conjunto de propuestas que, desde una perspectiva integral, podrían contribuir a superar las deficiencias del actual sistema financiero boliviano.

2. Principales factores que impiden mejorar el acceso y las condiciones de financiamiento

Existen diversas razones por las que el sistema financiero boliviano, a pesar de sus múltiples transformaciones y logros obtenidos, no ha conseguido mejorar significativa e integralmente el acceso y condiciones de financiamiento de los agentes económicos. Para fines de análisis, dichas razones pueden agruparse en dos conjuntos: *i)* factores atribuibles a la estructura del sistema financiero y *b)* factores atribuibles a los agentes económicos.

2.1. Factores atribuibles a la estructura del sistema financiero

Como consecuencia de la normativa emitida en los años noventa, el sistema financiero boliviano está conformado por los sectores de la banca e instituciones financieras, valores, pensiones y seguros. A fin de identificar y explicar los factores que limitan el acceso al financiamiento y el mejoramiento de sus condiciones, se dividirá el análisis en intermediación directa e intermediación indirecta.

2.1.1 Intermediación indirecta

Las instituciones financieras tradicionales, como los bancos, cooperativas y mutuales, por motivos que se explicarán durante el desarrollo del presente documento, con-

tinúan siendo la principal fuente de financiamiento en el país. A estas instituciones deben agregarse también los fondos financieros privados que, en los últimos años, han venido incrementando de manera importante su participación en la industria.

Estas instituciones enfrentan importantes limitaciones para mejorar las condiciones de financiamiento y ampliar el acceso al mismo. Dichas restricciones se originan principalmente en sus estructuras de financiamiento y en la inadecuada evaluación de la capacidad de pago y riesgo asociado a los agentes económicos. La principal fuente de financiamiento de estas instituciones son las captaciones del público, como se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro 1
Estructura de obligaciones con el público y activos por tipo de institución
(en miles de US\$ al 31 de marzo de 2006)

	Bancos	%	Mutuales	%	Fondos Fin.	%	Cooperativas	%
Número instituciones	11		9		6		23	
Estructura obligaciones								
Obligaciones público	2,853,583		394,077		188,184		249,202	
A la vista	721,925	25	194	0.05	1,322	1	176	0.1
Cuentas de ahorros	709,407	25	160,036	41	45,278	24	77,536	31
A Plazo	1,228,877	43	225,025	57	134,877	72	159,178	64
Otras	193,373	7	8,823	2	6,707	4	12,312	5
Captaciones a CP	2,117,435	74	333,055	85	119,410	63	-	-
Captaciones a MP	342,851	12	26,533	7	43,558	23	-	-
Captaciones a LP	199,924	7	25,666	7	18,509	10	-	-
Otros	193,373	7	8,823	2	6,707	4	-	-
Captaciones en US\$	2,311,619	81	-	-	-	-	-	-
Captaciones en MN	427,490	15	-	-	-	-	-	-
Captaciones en UFV	114,474	4	-	-	-	-	-	-
Estructura activos								
Cartera	3,002,443		254,195		266,118		214,404	
Cartera a CP	719,003	24	-	-	-	-	-	-
Cartera a MP	857,995	29	-	-	-	-	-	-
Cartera a LP	1,425,445	47	-	-	-	-	-	-
Cartera en US\$	2,730,632	91	-	-	-	-	-	-
Cartera en MN	241,154	8	-	-	-	-	-	-
Cartera en UFV	30,656	1	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBEF.

El plazo promedio de las captaciones en depósitos a plazo fijo del sector bancario oscila alrededor de 1.5 años. El 81 por ciento de su financiamiento es en dólares estadounidenses, un 15 por ciento en moneda nacional y un 4 por ciento en moneda nacional indexada a la inflación (UFV), situación que registra una mejora con relación a anteriores años gracias a las diversas medidas implementadas por el Banco Central de Bolivia (BCB) para fomentar el ahorro en moneda nacional.

La estructura de fondeo descrita limita a estas instituciones a otorgar financiamiento en condiciones de plazo, períodos de gracia y moneda que se ajusten a las necesidades y posibilidades de los agentes económicos. Si bien no existen datos sobre la estructura de la cartera por plazos de mutuales, fondos financieros privados y cooperativas, los datos del sector bancario muestran que el 47 por ciento de su cartera se encuentra colocada a plazos mayores a 5 años. De este porcentaje, un 33 por ciento corresponde a créditos de vivienda y el saldo se divide entre créditos reprogramados, cuyas cifras no son de conocimiento público, y créditos otorgados a otros sectores económicos, que por lo general no superan los 7 años.

Cuadro 2
Cartera y obligaciones con el público por plazo y moneda
(al 31 de marzo de 2006)

	Cartera		Obligaciones con el público	
	(en miles de US\$)	(%)	(en miles de US\$)	(%)
Total	2,590,581	100	2,853,583	100
CP	620,373	24	2,117,435	74
MP	740,299	29	342,851	12
LP	1,229,909	47	199,924	7
Otros	-	-	193,373	7
US\$	2,356,056	91	2,311,619	81
MN	208,074	8	427,490	15
UFV	26,451	1	114,474	4

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBEF.

En los siguientes cuadros se compara la estructura de captaciones con la estructura de colocaciones en términos de plazo y moneda para el sector bancario. Se observa una clara situación de descalce que no es reciente y que ha podido ser enfrentada sin dificultades, fundamentalmente debido a la alta tasa de renovación que existe en los depósitos a plazo

fijo, los altos niveles de mantenimiento de saldos en cajas de ahorro y también los altos niveles de liquidez que mantienen las instituciones bancarias (aproximadamente 30 por ciento del total del activo).

Sin embargo, el 60 por ciento de las captaciones está concentrado en un 2 por ciento del total ahorristas, los que, ante una crisis de confianza, pueden afectar significativamente la situación y solvencia de estas instituciones financieras. Por su parte, el 76 por ciento de la cartera está concentrada en el 7 por ciento de los prestatarios, lo que concentra el riesgo de los créditos otorgados por el sistema bancario en pocos agentes económicos.

Si las instituciones financieras tradicionales colocaran la liquidez de que disponen en condiciones acordes a las necesidades de los agentes económicos, vale decir, a mediano y/o largo plazo, con periodos de gracia adecuados para comenzar a amortizar capital y en moneda nacional o UFV, se podría mejorar el financiamiento al sector productivo, pero claramente se incrementaría el riesgo en el sector financiero por el descalce de plazos, monedas y también posiblemente de tasas, si las colocaciones se hacen a tasas fijas, tomando en cuenta que, a mayor riesgo, la renovación de las captaciones requerirá el pago de mayores tasas a los ahorristas.

La constitución de garantías en favor de las entidades financieras no asegura que el prestatario vaya a cumplir con la obligación contraída, ya que se trata simplemente de un colateral que deberá ser liquidado en caso de que el prestatario no pueda cumplir con su obligación. El cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones contraídas por un prestatario depende de su capacidad para generar ingresos futuros, la que a su vez está asociada a factores tanto controlables como no controlables por parte de aquél. Estos factores son los que los financiadores o inversionistas deben tomar en cuenta para evaluar el riesgo involucrado en la operación de financiamiento y, en consecuencia, para determinar el rendimiento (tasa de interés o de retorno) que esperan por asumir dicho riesgo.

Sin embargo, las instituciones financieras no suelen evaluar adecuadamente la capacidad de repago y el riesgo asociado a los agentes económicos. Esto se debe fundamentalmente a que las unidades de evaluación de riesgos no cuentan con las capacidades adecuadas; a que los agentes económicos no proporcionan información real sobre su situación financiera, comercial, administrativa y legal y a la falta de informa-

ción de acceso público suficiente y confiable que permita, por ejemplo, hacer análisis integrales de los distintos sectores económicos y comparaciones entre los agentes económicos que operan en un mismo sector.

Ante la dificultad de evaluar adecuadamente la capacidad de repago de los agentes económicos, las instituciones financieras se concentran en requerir garantías y evaluar la integridad o solvencia de las personas o de los ejecutivos y propietarios. En el siguiente cuadro se puede observar la clasificación de cartera en el sistema de intermediación financiera por tipo de garantía otorgada.

Cuadro 3
Cartera por tipo de garantía e institución
(en porcentajes y al 31 de marzo de 2006)

Tipo de garantía	Bancos	Mutuales	Fondos Fin.	Cooperativas
Hipotecaria	51	96	48	64
Títulos valores	1	0	0	0
Prendaria	18	0	23	0
Bonos de prenda (Warrant)	1	0	0	0
Depósitos en la entidad financiera	2	1	1	2
Garantías de otras entidades financieras	3	0	0	0
Otras garantías	5	0	0	2
Garantía personal	13	2	25	31
Total cartera con garantía	93	99	98	100
Sin garantía (sola firma)	7	1	2	0
Total cartera y contingente	100	100	100	100

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBEF

Esta lógica de selección de los prestatarios no es adecuada ni suficiente para evaluar el riesgo asociado a los mismos, como tampoco lo es para asegurar la recuperación de los fondos prestados mediante la liquidación de las garantías otorgadas. Esta situación se puede observar en el siguiente cuadro, donde se presenta el comportamiento del nivel de mora y el comportamiento de la relación bienes realizables/patrimonio durante los últimos tres años.

Otro factor importante a analizar es el comportamiento de las tasas activas y pasivas, así como del *spread* resultante. Como se puede observar en el siguiente cuadro, tanto las

tasas activas como las pasivas registran una tendencia creciente, pero el *spread* tiene un comportamiento fluctuante. En el caso del sector bancario, esta situación se explica por el hecho de que los ingresos financieros por cartera no cubren sus principales costos, como los provenientes de las fuentes de financiamiento, provisiones por cartera, bienes realizables y gastos administrativos (Ver Anexo) ya que los ingresos por servicios son aún bajos.

Cuadro 4
Cartera en mora y bienes realizables como porcentaje del patrimonio
(en porcentajes)

	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Mar-06
Bancos					
Cartera en mora	17.6	16.7	0.0	11.3	12.2
Bienes realizables	36.5	32.4	26.0	15.2	14.3
Mutuales de A&P					
Cartera en mora	14.5	12.2	10.0	9.3	9.7
Bienes realizables	14.0	13.1	3.7	2.7	2.4
FFPs					
Cartera en mora	7.2	4.2	2.6	2.1	2.4
Bienes realizables	4.1	3.9	3.0	1.5	1.4
Cooperativas de A&C					
Cartera en mora	12.1	9.1	5.7	4.0	4.7
Bienes realizables	8.6	7.6	5.1	2.5	2.2

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBEF

Cuadro 5
Tasas de interés efectivas activas y pasivas en ME*
(en porcentajes)

	Bancos		FFP		Mutuales	
	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva
Dic-03	9.26	3.59	26.29	4.99	10.85	4.35
Dic-04	9.78	3.72	24.28	4.76	10.87	3.93
Dic-05	10.38	4.55	30.85	4.69	8.79	3.92
Mar-06	11.01	4.25	27.50	4.42	11.23	3.55
	Bancos		FFP		Mutuales	
Dic-03	5.67		21.30		6.50	
Dic-04	6.06		19.52		6.94	
Dic-05	5.83		26.16		4.87	
Mar-06	6.76		23.08		7.68	

Fuente: Banco Central de Bolivia

*La tasa activa corresponde a la tasa comercial y la tasa pasiva a DPF's a 360 días.

El *Spread* se calcula como la diferencia entre ambas y podría diferir de otras fuentes.

Otra alternativa de financiamiento es el *leasing* financiero, el cual es prestado por una sola institución filial de una institución bancaria. Esta empresa, con 13 años de operaciones, tiene una cartera de US\$ 16 millones, de la cual el 33 por ciento está colocada en el corto plazo, 26 por ciento a mediano plazo y el 41 por ciento a largo plazo. De acuerdo a la normativa vigente, las empresas de *leasing* no pueden captar recursos del público, producto de lo cual su financiamiento está compuesto: 56 por ciento con entidades financieras de segundo piso (Nafibo y Fondesif) y 44 por ciento por emisiones de valores (bonos y pagarés). En cuanto a la estructura de su financiamiento por plazos, el 48 por ciento es a corto, el 20 por ciento a mediano y el 32 por ciento a largo. Tanto la totalidad de su cartera como la de su financiamiento se encuentran en dólares estadounidenses.

Al no poder captar recursos del público, el costo de financiamiento de esta empresa de *leasing* suele ser superior al de las instituciones financieras tradicionales. Sin embargo, la tasa activa de sus colocaciones resulta ser competitiva, considerando los beneficios impositivos que obtienen sus clientes.

Esta alternativa de financiamiento no ha logrado un mayor grado de desarrollo, debido a que no cuenta con un marco legal apropiado en lo relacionado al registro de los bienes otorgados en arrendamiento en las instancias correspondientes, la recuperación de los bienes cuando el arrendador incumple con sus obligaciones, la aplicación de ciertos impuestos y otros.

2.1.2. Intermediación directa

En contraposición al financiamiento a través de las fuentes tradicionales, se observa que en el mercado de valores boliviano las empresas emisoras de valores han obtenido en la mayoría de los casos mejores condiciones de financiamiento en todos los aspectos, como se observa en el siguiente cuadro, en el que se muestran algunas emisiones de bonos realizadas en la BBV.

Las condiciones de financiamiento observadas han sido posibles gracias a la existencia de fondos de pensiones y compañías de seguros previsionales con capacidad para intermediar recursos de mediano y largo plazo y cuyos pasivos se ajustan a la variación de la UFV. En el sector de pensiones existen dos administradoras de fondos de pensiones (AFPs) que en conjunto administran a marzo de 2006 US\$ 2.178 millones en los

Cuadro 6
Emisiones realizadas en la BBV
(a diciembre de 2005)

Emisor	Moneda	Calificación	Monto US\$	Plazo	Per. Gracia	Tasa*	Garantía	
2000								
Soboce S.A.	US\$	A1	30,000,000	4 a 8 años	180 días	10.20 a 10.80%	Quirografaria	
Bisa Leasing S.A.	US\$	AA3	8,000,000	3 y 5 años	3 años	10.00 y 11.00%	Quirografaria	
Droguería Inti S.A.	US\$	BBB3	2,000,000	4.5 y 5 años	4.5 años	11.00 y 11.15%	Quirografaria	
2001								
Hidroeléctrica Boliviana S.A.	US\$	A2	65,000,000	1	2 años	3.5 años	11.00%	Quirografaria
Transredes S.A.	US\$	AA2	1 55,000,000	3 a 8 años	3 años	10.00 a 11.00%	Quirografaria	
La Concepción S.A.	US\$	BB2	5 00,000	3 años	3 años	12.00%	Quirografaria	
Ametex S.A.	US\$	A1	20,000,000	3 a 6 años	3 años	9.75 a 11.00%	Quirografaria	
Fancesa S.A.	US\$	A2	6,000,000	3 a 5 años	3 años	10.00 a 10.50%	Quirografaria	
2002								
Bisa Leasing S.A.	US\$	AA3	5,000,000	1 a 3 años	2 años	4.00% a 5.50%	Quirografaria	
Inmobiliaria Kantutani S.A.	US\$	A2	3,500,000	2 a 4 años	2 años	9.50% a 10.50%	Quirografaria	
Gravetal Bolivia S.A.	US\$	A1	10,000,000	4 a 5 años	4 años	8.25% a 8.75%	Quirografaria	
Emcogas S.A.	US\$	A3	2,000,000	2 a 4 años	2 años	8.50% a 9.75%	Quirografaria	
Petrolera Andina S.A.	US\$	AA3	150,000,000	2.5 a 4 años	2.5 años	7.40% a 9.00%	Quirografaria	
2003								
Aguas del Illimani S.A.	US\$	BBB1	5,000,000	3 a 5 años	3 años	8.00 a 9.80%	Quirografaria	
Gravetal Bolivia S.A.	UFV	AA2	19,615,159	6 años	6 años	8.25%	Quirografaria	
2004								
Bisa Leasing S.A. II	US\$	A2	6,000,000	2 a 3 años	2 años	6.80 a 7.20%	Quirografaria	
La Concepción S.A.	US\$	B2	1,000,000	6 a 6.5 años	6 años	10.00%	Otra (1)	
Cia. De Seguros Fortaleza S.A.	US\$	A2	500,000	5 años	(2)	10.00%	Quirografaria	
INTI S.A. US\$	BBB3		3,000,000	4.5 a 6.5 años	4.5 años	9.80 a 10.70%	Quirografaria	
ELFEC S.A. II	US\$	AA3	13,090,000	2 a 5 años	2 años	6.80 a 7.40%	Quirografaria	
ELFEC S.A. I y III	UFV	AA3	19,900,265	4 a 8 años	4 años	8.00 a 9.00%	Quirografaria	
Exportadores Bolivianos	US\$	BBB2	2,000,000	2 a 3 años	2 años	9.00 a 10.00%	Quirografaria	
Ingelec S.A.	US\$	BBB1	2,000,000	2 años	2 años	10.00%	Quirografaria	
SOBOCE S.A.	US\$	AA3	35,000,000	3 a 6 años	3 años	7.00 a 8.50%	Quirografaria	
2005								
Cobee	US\$	AA2AA3	30,000,000	3 a 6 años	3 años	7.00 a 9.50%	Quirografaria	
Hidroeléctrica II	US\$	B3	76,785,963	16 años	Variable (3)	Variable (3)	Quirografaria	
Nafibo (bonos Fere)	US\$		20,000,000	1 año	1 año	4.70%	Gubernamental	
Fancesa II	US\$	A1	5,000,000	4 años	4 años	8.25%	Quirografaria	
Bolser	US\$	A2	5 00,000	3 años	3 años	8%	Quirografaria	
Bisa Leasing	US\$	A2	2,000,000	2 años	2 años	6.80%	Quirografaria	

(1) Hip Cia Hacienda y Prenda y Grav./Marca Concepción

(2) Bonos Convertibles en Acciones

(3) Tasa variable min 5.25% max 14.5%, pago de capital cada 30 de abril y 31 de octubre

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

denominados Fondos de Capitalización Individual (FCI). En el sector de seguros previsionales también operan dos empresas que conjuntamente administran una cartera de US\$ 334 millones. Los inversionistas institucionales se completan con los fondos de inversión (fondos mutuos) y las compañías de seguros generales, cuya característica principal es que su horizonte de inversiones es fundamentalmente de corto plazo. En el siguiente cuadro se muestra la cartera de recursos administrados por estos inversionistas, así como la composición de la misma según tipo de instrumento.

Cuadro 7
Cartera de los inversionistas institucionales por instrumentos
(en miles de dólares y al 31 de marzo de 2006)

	BTS	BLP	DPF	LTS	VTD	Acciones	Pagares	Otros	Liquidez	Total	%
Fondos de inversión	19,905	19,425	143,952	22,275	3,050	837	2,221	18,212	122,485	352,362	12
Fondo de capitalización individual	1,534,835	269,634	61,561	1,611	8,542	129,267	0	52,245	20,450	2,178,145	74
Seguros	244,842	56,172	49,048	3,391	3,823	3,333	121	16,860	17,240	394,830	13
TOTAL	1,799,582	345,231	354,562	27,277	15,416	133,437	2,341	87,318	160,175	2,925,338	100
Participación	61.52%	11.80%	12.12%	0.93%	0.53%	4.56%	0.08%	2.98%	5.48%	100%	

Fuentes: SPSV, AFPs y BBV.

Como se puede observar, la cartera total de los inversionistas institucionales alcanza los US\$ 2.925 millones. De ese total, un 63 por ciento se encuentran invertidos en Bonos del Tesoro (BTS) y Letras del Tesoro (LTS). Las inversiones en el sector privado están compuestas por acciones que en su mayoría corresponden a las empresas del Estado que fueron capitalizadas, los Depósitos a Plazo Fijo (DPF) emitidos por instituciones financieras, los Bonos de Largo Plazo (BLP) y Pagarés emitidos por empresas y los Valores de Titularización (VTD) emitidos por Patrimonios Autónomos. En Otras Inversiones se registran las realizadas en operaciones de reporto (sólo los Fondos de Inversión) y las realizadas en el exterior⁵. Finalmente, un 5,5 por ciento de la cartera total se encuentra en liquidez, siendo los fondos de inversión los que mantienen los mayores niveles como colchón ante la eventualidad de que la incertidumbre política motive el retiro masivo de aportantes, como ocurrió el 2002 y el 2005.

5 La normativa vigente permite que los fondos de pensiones y las compañías de seguros inviertan hasta el 10 por ciento de los recursos que administran en el exterior. Sin embargo, los procedimientos para ello no se encuentran aún claramente establecidos por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros.

La concentración de la cartera de los inversionistas institucionales en valores públicos se debe principalmente a que parte de los recursos del FCI (US\$ 150 millones por año, aproximadamente) son utilizados para financiar las obligaciones resultantes del anterior sistema de reparto asumidas por el Estado. En el caso de las compañías de seguros, la concentración se debe a que, como resultado de la transferencia de la cobertura del riesgo común y profesional, inicialmente otorgada por las AFP a las Compañías de Seguros Previsionales, las AFP transfirieron parte de la cartera del FCI. Se debe mencionar también que la falta de alternativas de inversión locales incide en que los inversionistas institucionales inviertan recursos adicionales en valores públicos y DPF's.

Por otra parte, la normativa referida a inversiones de los fondos de pensiones y compañías de seguros previsionales establece que sólo pueden invertir en valores calificados por riesgo, sean éstos de renta fija o de renta variable. No es el caso de los fondos de inversión, que tienen la libertad de invertir en cualquier valor, siempre y cuando sus reglamentos y políticas de inversión así lo establezcan. El requisito de calificación de riesgo, por su costo, eleva significativamente el costo total del financiamiento, mediante la emisión de valores por montos iguales o inferiores a US\$ 500,000, lo que impide que las pequeñas y medianas empresas (Pymes) puedan obtener financiamiento a través del mercado de valores en condiciones que se ajustan a sus necesidades. Sin embargo, se debe reconocer que alternativas de inversión por montos bajos no suelen ser atractivas para los fondos de pensiones y compañías de seguros previsionales por el costo asociado a su evaluación y seguimiento.

A marzo de 2006, 71 emisores tienen emisiones de valores vigentes en la BBV. En el siguiente cuadro se muestran los emisores por sector económico, los valores emitidos por éstos y los montos de emisiones vigentes por tipo de valor. En los 16 años de operaciones de la BBV, un sólo emisor ha realizado incremento de capital mediante emisión pública de acciones, los restantes 35 han registrado sus acciones suscritas y pagadas para su eventual negociación en mercado secundario.

En los últimos años la estructura de las operaciones de la BBV ha mantenido una tendencia con ligeras variaciones: generalmente el 99 por ciento de las operaciones se realizan con valores de renta fija y apenas un 1 por ciento con valores de renta variable. Por otra parte, aproximadamente el 60 por ciento de las operaciones son reportos (venta con pacto de recompra) y el saldo compra-venta. Asimismo, el 75 por ciento de las operacio-

nes se realizan con valores con plazos de vigencia inferiores a un año, comportamiento que, si bien registra una leve mejoría en los últimos años, muestra claramente que la liquidez se concentra en valores de corto plazo y que, en consecuencia, el mercado bursátil boliviano es principalmente un mercado de dinero o monetario. Sobre este punto cabe indicar que, debido a la juventud de los fondos de pensiones y las compañías de seguros previsionales, los flujos de ingresos (aportes o primas) de estos inversionistas resultan ser ampliamente superiores a los flujos de egresos (pago por jubilaciones o siniestros), razón por la cual su participación en el mercado secundario bursátil es prácticamente inexistente y seguirá siendo así durante muchos años más.

Cuadro 8
Emisores y emisiones vigentes por sector económico

Sector de emisor	Emisores	Por tipo de valor							Totales
		Acciones	Bonos	LT's	PGB	PGS	VTD	DPF's	
Privado (miles de US\$)		1,046,193	464,301		6,000	8,050	18,236		1,542,780
Bancos	12	5						12	
Fondos financieros	7	2	1					6	
Mutuales	2							2	
Cooperativas	1							1	
Servicios financieros	2	2	1		1	1			
Seguros	8	8	1						
Eléctricas	10	8	3		1	2			
Industrias	7	2	5		1	3			
Agroindustrias	2	1	2		1	1			
Servicios	8	3	2			3			
Transporte	2	2							
Hidrocarburos	5	3	3			2			
Patrimonios autónomos	4							4	
Total Emisores privados	70	36	18		4	12	4	21	
Público (miles de US\$)	1		2,003,972	175,926					2,179,898

Fuente: BBV.

Una característica del mercado bursátil boliviano es que tanto la concertación como la liquidación de las operaciones bursátiles se realizan en un esquema físico, lo que requiere que los operadores de las agencias de bolsa deban apersonarse a las oficinas de la BBV ubicadas en la ciudad de La Paz para negociar y concertar operaciones y que cualquier inversionista del interior del país que desee comprar o vender valores a través de la BBV deba realizar la operación en La Paz, lo que implica el traslado físico de

los valores. Por esta razón todas las agencias de bolsa y las sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFI) tienen su oficina principal en la ciudad de La Paz y solamente algunas de ellas ofrecen sus servicios de intermediación en otras ciudades.

La concentración de las actividades bursátiles en la ciudad de La Paz es un factor que limita el acceso de un mayor número de empresas al mercado de valores y limita también los volúmenes de recursos a los que éstas podrían optar para obtener financiamiento a través del mismo, ya que las empresas e inversionistas del interior del país, principalmente de las ciudades de Cochabamba y Santa Cruz (tan o más importantes desde el punto de vista de actividad económica que La Paz), no cuentan con las condiciones adecuadas para acceder a este mercado.

La industria de capital de riesgo es relativamente incipiente en el país, debido a que no existe la normativa adecuada que la acompañe y que la fomente. Seis de los siete inversionistas que participan en esta industria tienen la figura de fundación y los recursos que administran provienen de la cooperación internacional. El inversionista restante tiene la figura de sociedad anónima y administra recursos de privados nacionales. La totalidad de los recursos administrados por estas instituciones no supera los US\$ 20 millones, los que han sido invertidos prácticamente en su totalidad en alrededor de 90 empresas, principalmente Pymes, tanto del área urbana como rural.

A pesar de su juventud y pequeño tamaño, el capital de riesgo ha mostrado en general buenos resultados, ya que ha permitido mejorar las estructuras de financiamiento y de gestión de las empresas mediante aportes de capital, además de haber contribuido significativamente a su formalización y transparencia.

2.1.3 Ausencia de mecanismos para administrar riesgos

Otro problema estructural del sistema financiero boliviano que incide en el acceso y mejoramiento de las condiciones de financiamiento es la falta de mecanismos e instrumentos para administrar los riesgos que pueden afectar la capacidad de pago de los agentes económicos. Sectores como el minero o el agrícola tienen limitado acceso a financiamiento, no por falta de interés o voluntad de las instituciones financieras, que de hecho en el pasado han otorgado financiamiento a esos sectores con malos resultados, sino principalmente porque no existen mecanismos que permitan a las empresas

cubrirse de los riesgos asociados a esos sectores, como la volatilidad de precios y el comportamiento del clima, según sea el caso.

El financiamiento al sector agrícola, en lo que se refiere a los productos de mayor producción, como la soya, girasol, caña de azúcar, maíz y algodón, proviene principalmente de las industrias que utilizan esos productos como materia prima y de los proveedores de insumos. Obviamente este financiamiento, que tiene la figura de pagos o entrega adelantada contra entrega de producto o pago luego de la cosecha, es de corto plazo, altamente riesgoso y, en consecuencia, de un elevado costo. Las grandes industrias que además exportan suelen tomar coberturas de precios en los mercados internacionales, pero también enfrentan el riesgo de incumplimientos de contratos por parte de los productores locales.

El financiamiento local al sector minero es prácticamente inexistente. Las grandes operaciones de explotación que en la generalidad de los casos son realizadas por empresas extranjeras se financian con recursos propios y sólo una parte del capital de trabajo a través de instituciones financieras locales, principalmente como una contra-prestación de servicios, ya que las instituciones financieras locales son necesarias para realizar pagos a los diversos proveedores. Las operaciones de explotación medianas y pequeñas se financian casi exclusivamente con recursos propios.

2.1.4. Falta de coordinación entre los entes reguladores

A los problemas estructurales del sistema financiero mencionados anteriormente se debe agregar la falta de coordinación que existe entre los entes reguladores de los distintos sectores que lo conforman. Esta falta de coordinación, que se origina en la ausencia de una visión integral y sistémica del sistema financiero por parte del Estado, se observa en la emisión de normativas por parte de cada ente regulador sin considerar su viabilidad y efectos en los otros sectores que también conforman el sistema financiero. Es el caso, por ejemplo, de la titularización de cartera, la emisión de cédulas hipotecarias y la emisión de bonos, cuya normativa, promovida y emitida por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF) sin la previa y debida coordinación con la SPVS, no las hace atractivas para los inversionistas y, en consecuencia, son inviables como alternativa de financiamiento y/o de administración de riesgos para las instituciones financieras.

Sin embargo, es importante indicar que las instituciones financieras teóricamente afectadas por la normativa mencionada nunca han manifestado su oposición a la misma ni han solicitado su modificación. Esta actitud pasiva puede deberse a que con los elevados niveles de liquidez que mantienen parece no tener sentido deshacerse de activos de bajo riesgo, como es el caso de la cartera hipotecaria, para recibir a cambio mayor liquidez.

2.2. Razones atribuibles a los agentes económicos

El principal motivo por el cual los agentes económicos no pueden acceder a financiamiento a través de los distintos mecanismos y mercados financieros existentes en el sistema financiero boliviano es que no reúnen las condiciones o requerimientos necesarios. Desde nuestro punto de vista, existen tres principales condiciones que los agentes económicos no reúnen y que, como se verá, resultan ser más consecuencias que causas originadas en éstos.

2.2.1. Informalidad y falta de transparencia

Uno de las condiciones que los agentes económicos no reúnen es formalidad y transparencia, debido esencialmente al costo de la formalidad y a la evasión de obligaciones fiscales y laborales. De acuerdo al Banco Mundial, para constituir una empresa en Bolivia se requiere hacer trámites que demoran más de dos meses y a un costo de US\$ 3,400, lo que representa casi 3.5 veces el PIB *per capita*. Este costo, que resulta ser el más alto de la región latinoamericana, se constituye en la principal barrera para la formalización de las actividades privadas.

La evasión de obligaciones fiscales y laborales, que lamentablemente es un común denominador en la mayoría de las empresas bolivianas, tiene como principales causas la existencia de regímenes tributarios especiales y las inadecuadas estructuras y condiciones de financiamiento. La existencia de regímenes tributarios simplificados en los que, por falta de una adecuada fiscalización de la autoridad tributaria, se refugian, utilizando diversos mecanismos, empresas que por sus niveles reales de ingresos deberían estar en el régimen tributario general, propicia una competencia desleal y fomenta la evasión de las obligaciones tributarias a fin de competir en igualdad de condiciones. Por otra parte, estructuras y condiciones de financiamiento que no guardan relación

con las necesidades y posibilidades, caracterizadas por bajo capital propio y alto endeudamiento de corto plazo a un costo elevado, llevan a las empresas a utilizar los montos correspondientes a impuestos y a aportes laborales para cancelar las obligaciones financieras asumidas, ya que los únicos acreedores de los mencionados que no esperan son las instituciones financieras. El Estado no sólo puede esperar sino que incluso es posible que condone esa acreencia, como ha sucedido en el pasado.

En este punto corresponde reflexionar sobre la posible contribución que el microcrédito puede tener en el origen y mantenimiento de esta situación, tomando en cuenta que los principales beneficiarios de estos créditos son empresas y personas que se encuentran o refugian en los regímenes tributarios simplificados, quienes a su vez asumen los altos costos asociados a esos créditos. Ante la presencia de agentes económicos que no están formalmente constituidos y la ausencia de información suficiente y confiable, no es posible para los financiadores evaluar la real capacidad de las empresas para cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones y tampoco establecer un costo financiero (tasa de interés) en función al riesgo asociados a éstas. Frente a esta situación, las instituciones financieras no otorgan financiamiento o lo hacen cubriendo el riesgo que asumen concediendo financiamiento a corto plazo y con altas tasas y garantía.

Lamentablemente, la informalidad y falta de transparencia impiden el acceso de los agentes económicos a otras fuentes de financiamiento, como el mercado de valores y el *leasing*. De hecho ésa es una de las principales razones por las cuales un mayor número de empresas no acude al mercado de valores. En el caso del *leasing*, la evasión de obligaciones fiscales incide en su desarrollo, ya que el beneficio impositivo que lo hace atractivo como alternativa de financiamiento resulta irrelevante para las empresas evasoras.

2.2.2. Deficiencias en la gestión

Otra característica común en los agentes económicos es la falta de capacidad de gestión de sus propietarios y/o ejecutivos, la que, a nuestro entender, se origina principalmente en el bajo nivel de formación de éstos, la estructura familiar de las empresas o negocios y las inadecuadas estructuras y condiciones de financiamiento que asumen.

Según cifras proporcionadas por UDAPE, a diciembre de 2004 la cantidad de años de estudio promedio en la población mayor a 15 años asciende a 7.7 años. Los estudiantes dejan las escuelas antes de obtener el bachillerato, siendo la principal razón de la deserción escolar la necesidad de ingresar al mercado laboral para mejorar los ingresos familiares. Muchas de las personas que no concluyeron la educación primaria tienden a convertirse en microempresarios y obviamente no cuentan con la formación suficiente para convertir su microempresa en una pequeña y posteriormente mediana empresa. La formación secundaria se orienta a la obtención de un bachillerato en humanidades sin ninguna correspondencia con el desarrollo de competencias laborales, gerenciales o emprendedoras. Asimismo, tampoco existe relación con los sistemas de educación vocacional y técnica.

En Bolivia, al igual que en muchos países de la región latinoamericana, la mayoría de las empresas o negocios tienen una estructura familiar, donde la propiedad y la gestión de las empresas se encuentra en manos de personas que componen una misma familia. Los criterios de gestión en estas empresas no suelen tener un sentido empresarial sino más bien buscan la preservación familiar, razón por la cual miembros de la familia, con o sin capacidad, suelen asumir cargos ejecutivos. Asimismo, tienden también a priorizar los intereses de corto plazo de los socios por encima de los intereses de mediano y largo plazo del negocio. Un ejemplo muy común es la utilización de recursos del negocio para solventar los gastos y gustos de los socios.

En el pasado, la integridad o solvencia de los socios propietarios era un importante requisito para que las instituciones financieras tradicionales otorgaran financiamiento a las empresas. Sin embargo, por los malos resultados obtenidos, ocasionados en parte por deficiencias de gestión en los sucesores de los propietarios originales, en la actualidad las estructuras familiares tienden a generar una percepción de mayor riesgo, lo que se refleja en las condiciones de financiamiento.

Por otra parte, el hecho de que una sola empresa haya incrementado su capital mediante la emisión y colocación de acciones en la BBV muestra que esta alternativa de financiamiento no es precisamente eso. A esta situación contribuyen, por un lado, el hecho de que las empresas mayoritariamente familiares no están dispuestas a abrir su capital y, por el otro, el desinterés que existe entre el público inversionista de ser accionista de una empresa, debido, entre otros factores, a que la normativa vigente no prote-

ge adecuadamente los intereses de los accionistas minoritarios. Empresas tradicionales bolivianas con varios años de existencia muestran una estructura de financiamiento con un nivel importante de capital propio aportado por pocos socios mayoritarios y un amplio número de socios minoritarios. Sin embargo, la mayoría de esos accionistas minoritarios, que en la actualidad son descendientes de los accionistas originales, a lo largo de los años han sido víctimas de los accionistas mayoritarios y sólo en contadas ocasiones han recibido dividendos y rendiciones de cuentas. Con esta mala experiencia no sorprende que la inversión en acciones no sea una alternativa para los inversionistas, principalmente los particulares. La falta de protección adecuada a los accionistas minoritarios se constituye en una barrera de importancia para los inversionistas de capital riesgo, que deben elaborar complejos contratos al momento de realizar aportes en las empresas.

A los factores anteriores se deben agregar las inadecuadas estructuras de financiamiento que caracterizan a las empresas bolivianas. Un elevado endeudamiento, más aun si es de corto plazo y a un elevado costo, exige a los propietarios y ejecutivos dedicar una parte importante de su tiempo a buscar la forma en que la empresa cumpla con sus obligaciones financieras, descuidando el desarrollo del negocio en sí. Posiblemente ésta sea una de las principales razones por las que la mayoría de las empresas bolivianas no cuentan con estrategias de desarrollo a mediano y largo plazo. El financiamiento debe ser una herramienta que contribuye al adecuado desarrollo de una empresa, pero no puede ni debe convertirse en la principal preocupación o actividad de sus ejecutivos, lo que fatalmente suele suceder cuando las estructuras de financiamiento no guardan relación con las características de la actividad o negocio.

2.2.3. Imposibilidad de otorgar garantías

Si bien el otorgamiento de garantías no asegura el cumplimiento de las obligaciones financieras contraídas, es una realidad, por lo expuesto anteriormente, que los agentes económicos requieren constituir las para acceder a financiamiento a través de las fuentes tradicionales. Sin embargo, la constitución de garantías enfrenta ciertas dificultades. Para los agentes económicos que no cuentan con activos y no son formales, no es posible acceder a financiamiento. Para los agentes económicos que no cuentan con los activos pero están formalmente constituidos, la única alternativa de financiamiento es el *leasing*, ya que prácticamente no existen en el sistema financiero boliviano esquemas o mecanismos de garantías, como fondos de garantía, sociedades de garantías

recíprocas o similares que permitan, principalmente a las Pymes, acudir a ellos para cubrir los financiamientos que requieren.

Por iniciativa de la BBV y conjuntamente con Fundapro, Fundación Prodem y Nafibo SAM, se ha diseñado y recientemente implementado un mecanismo de garantía, denominado Fondo de Aval Bursátil, mediante el cual se garantiza hasta el 50 por ciento del capital de los pagarés emitidos por Pymes a través de la BBV. Con este mecanismo de garantía se espera que Pymes formales y transparentes obtengan financiamiento para capital de trabajo a costos inferiores a los que obtienen de las fuentes tradicionales, situación que ya se ha dado con la primera Pyme apoyada por el mencionado fondo, que ha obtenido financiamiento a un costo del 5.5 por ciento. Se estima que en los próximos dos meses tres nuevas Pymes emitirán pagarés avalados.

Por otra parte, existen agentes económicos que cuentan con activos pero no los pueden otorgar en garantía. Es el caso de las tierras, pues un 60 por ciento de las tituladas entre 1952 y 1992 no reúnen todos los requisitos legales. Asimismo, la normativa sobre tierras vigente en el país establece que las tierras comunitarias y propiedades comunarias son inalienables, indivisibles e inembargables. También es el caso de los bienes muebles, que no pueden ser otorgados en garantía porque no existe la legislación ni normativa que lo permita.

3. Principales consecuencias

Por la dificultad o imposibilidad de acceder a determinadas fuentes de financiamiento y por las condiciones que les pueden otorgar las fuentes de financiamiento existentes, de acuerdo a lo explicado anteriormente, la mayoría de las empresas en Bolivia, independientemente de su negocio, etapa de desarrollo y estrategias implementadas, tienen estructuras de financiamiento similares, caracterizadas por reducidos niveles de capital propio y altos niveles de endeudamiento a corto plazo y además en dólares. Esa estructura de financiamiento se da en una economía en la que, por las características mencionadas (reducido mercado interno y bajo ingreso de la mayoría de la población), la recuperación de las inversiones en activos fijos, con alta probabilidad, se va lograr en el mediano o largo plazo y donde además los ingresos de las empresas se generan principalmente en moneda nacional. Si a lo anterior se agregan las deficiencias de gestión mencionadas y la falta de tecnología moderna y apropiada que caracteriza también al

sector empresarial, es evidente que las posibilidades de desarrollo de este sector, de la economía en general y, en consecuencia, de generación de riqueza y empleos sostenibles, resultan ser bastante limitadas.

La situación descrita no es reciente, es más, responde a una realidad vigente desde los años setenta y que aún persiste. En todo caso, gracias a las reformas introducidas en el sistema financiero en los años noventa, la situación muestra una leve pero claramente insuficiente mejoría. En 1986, con la implantación de la Nueva Política Económica, se pretendió trasladar la responsabilidad del desarrollo económico del sector público al sector privado, pero desde entonces no se le ha dado a éste las herramientas y condiciones para asumir esa responsabilidad, lo que a nuestro entender es una de las principales razones por las cuales el modelo económico instaurado en ese entonces no ha logrado el nivel de desarrollo económico y social esperados.

Producto de las reformas introducidas en los sectores de pensiones y seguros se ha logrado generar el único ahorro interno de largo plazo que existe en Bolivia, que, si bien puede no ser suficiente para financiar las innumerables necesidades que existen, se constituye en una importante e indispensable fuente de recursos que puede contribuir, si se canaliza adecuadamente, al desarrollo del país. Por ello no solamente es necesario mantenerlo, sino incluso fomentarlo.

4. Propuestas

Para generar propuestas que contribuyan a mejorar el acceso y las condiciones de financiamiento de los distintos agentes económicos, es imprescindible tener una visión sistémica e integral del sistema financiero. Integral, en el sentido de que el sistema financiero boliviano está compuesto por el sector bancario e instituciones financieras, valores, seguros y pensiones, no sólo por el primero. Sistémica, porque para mejorar el acceso y condiciones de financiamiento es esencial que los sectores que componen el sistema financiero se interrelacionen y complementen entre sí.

Esta visión integral y sistémica debe ser asumida en primera instancia por el Estado, ya que debe guiar cualquier política pública que se pretenda introducir en el sector financiero. Lamentablemente, en el pasado, los distintos gobiernos entendían equivocadamente que el sistema financiero lo componían únicamente las instituciones

reguladas por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras y que los sectores de valores, pensiones y seguros eran marginales por su supuesto escaso desarrollo. Prueba de ello es la falta de iniciativas gubernamentales para encarar, utilizando adecuadamente a esos sectores, los problemas asociados al acceso y a las condiciones de financiamiento que, como se mencionó, existen desde hace muchos años.

Se observa también esta miope visión del sistema financiero en las diversas publicaciones de distintas instituciones estatales, como el BCB y la Unidad de Políticas Económicas (UDAPE), en las cuales los sectores de valores, pensiones y seguros prácticamente no figuran dentro los análisis del sector financiero que se suelen realizar. De hecho, entre los agregados monetarios no se consideran los recursos administrados por los distintos inversionistas institucionales. Las propuestas que a continuación se enuncian y explican han sido elaboradas bajo una visión integral y sistémica del sistema financiero, razón por la que no se parcializan en el mercado de valores.

4.1. Financiamiento a las pequeñas y medianas empresas

La distribución del PIB y del empleo por tipo de empresa en Bolivia presenta la siguiente estructura:

Cuadro 9
Distribución del PIB y el empleo por tipo de empresa

Tipo empresa	Tamaño	Número	Participación en PIB	Participación en empleo
Microempresa	Menos de 10 empleados	411,137	22.00%	80.00%
PYMES	10 a 49 empleados	5,645	10.00%	13.00%
Gran empresa	50 y más empleados	1,079	68.00%	7.00%
		417,861	100%	100%

Fuente: BBV.

Las cifras muestran que nueve de cada diez bolivianos trabajan en empresas con limitado acceso a financiamiento, prácticamente sin acceso a tecnología y a mercados internacionales y desarrollan productos con bajo valor agregado. El sector del microcrédito puede ser una alternativa para la sobrevivencia y salida temporal de la extrema pobreza, pero no así una alternativa para la generación de riqueza y empleos sostenibles. En cambio las Pymes sí se constituyen en esa alternativa, como se ha demostra-

do en muchos países no desarrollados e incluso en los desarrollados. Para desarrollar el sector de las Pymes, es necesario, entre otras varias medidas, mejorar su acceso a distintas fuentes alternativas de financiamiento y las condiciones del mismo. Para ello se proponen las siguientes medidas:

- **Promulgación de una Ley de Garantías Muebles**

Con el apoyo de la cooperación se ha elaborado un proyecto de Ley para permitir el uso de cualquier bien mueble como garantía y que regule su otorgamiento, registro, ejecución y levantamiento. El proyecto fue socializado durante el anterior Gobierno entre lo distintos sectores interesados, y entendemos que el actual pretende impulsar su promulgación.

- **Promulgación de la Ley de Sociedades de Garantía Recíproca**

Esta Ley permitiría la constitución, funcionamiento y regulación de estas sociedades, con el propósito de que, con el respaldo de un patrimonio autónomo constituido con recursos frescos y administrado por la Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) que lo constituya, se otorguen garantías a las Pymes que son sus accionistas. La BBV ha elaborado un proyecto de Ley que ha sido socializado entre los distintos sectores interesados y que es de conocimiento del actual Gobierno. Este proyecto de Ley, elaborado tomando como referencia la normativa argentina, tiene la particularidad de proponer que los valores emitidos por las Pymes y garantizados por una SGR no requieran ser calificados por riesgo para ser adquiridos por los inversionistas institucionales, pero se califique a la SGR. De esta manera, por un lado, se cumple la necesidad de una calificación de riesgo (cuyo costo sería distribuido entre las distintas Pymes que emitan valores garantizados, con lo que la incidencia de este costo en el costo total del financiamiento sería menor) y, por el otro, se permite a las Pymes obtener financiamiento de los inversionistas institucionales.

Es importante mencionar que tanto las SGR's como el patrimonio autónomo que administran se constituyen íntegramente con recursos privados. Este mecanismo debe ser utilizado también para promover la formalización y transparencia de las empresas, ya que, si las empresas informales y no transparentes obtienen garantías y con ello financiamiento en condiciones competitivas similares a las que obtienen las empresas formales y transparentes, lo único que se logrará es fomentar más la informalidad y evasión de las obligaciones fiscales y sociales. Las empresas que se desenvuelven en el

marco de la Ley deben poder tener acceso y condiciones de financiamiento mejores de aquéllas que no lo hacen.

- **Formación de fondos de avales o garantías**

Al igual que las SGR's, los fondos de avales deben otorgar garantías a las Pymes a fin de que éstas obtengan financiamiento de diversas fuentes en condiciones competitivas. La diferencia de estos fondos con las SGR's es que los recursos con los que se constituye el patrimonio autónomo (contra el cual se otorgarán las garantías) pueden provenir del Estado, de la cooperación internacional o de ambos. Por otra parte, estos fondos se pueden constituir para apoyar a Pymes de determinados sectores, como, por ejemplo, a las que forman parte de determinadas cadenas productivas.

Al igual que las SGR's, este mecanismo de garantías debe ser utilizado para promover la formalidad y transparencia en las empresas, caso contrario el remedio puede resultar ser peor que la enfermedad. El Fondo de Aval Bursátil que fue mencionado anteriormente, si bien aún se encuentra en una fase piloto, puede ser tomado como modelo.

- **Fomento de la industria de capital de riesgo**

Permitirá no sólo la capitalización de las empresas sino también el apoyo y profesionalización de la gestión de las mismas, ya que ambos son los principales problemas que enfrentan la mayoría de las empresas en Bolivia. Por otra parte, se constituirá en una importante herramienta para promover la formalización y transparencia en las empresas.

Sobre este tema existen dos propuestas de normativa, una contenida en el Proyecto de Ley de las SGR's elaborado por la BBV y otra elaborada por la Confederación de Empresarios Privados de Bolivia (CEPB). Ambas propuestas resultan ser complementarias, ya que la normativa propuesta por la BBV trata únicamente los temas que en la actualidad son las principales barreras para el desarrollo de esta industria, como es el caso de los mecanismos de desinversión y la imposibilidad de que los inversionistas institucionales inviertan una parte reducida de los recursos que administran en fondos de capital de riesgo. En cambio, la propuesta de la CEPB propone una normativa más completa e integral, que incluso trata temas de beneficios impositivos y de gobiernos corporativos.

A nuestro entender, los fondos de capital de riesgo debieran conformarse como fondos de inversión cerrados y ser administrados por las sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFIS), que son reguladas y supervisadas por la SPVS. Los recursos para constituir estos fondos debieran poder ser provistos por el Estado, la cooperación (en la medida de lo posible) y los inversionistas institucionales, ya que, al mezclarse estos recursos y ser administrados por instituciones independientes con adecuadas políticas de inversión e incentivos, se corre menor riesgo en cuanto a la discrecionalidad y mal uso de los mismos.

De ser aceptada la propuesta de la BBV de que los fondos de pensiones y las compañías de seguros previsionales puedan invertir hasta el 4 por ciento de los recursos que administran en fondos de capital de riesgo, se dispondría de cerca a US\$ 100 millones para este propósito, monto que podría ser complementado con recursos adicionales provenientes del Estado y la cooperación.

- **Fomento a la industria de *Leasing***

Esta actividad se encuentra regulada por la Ley de Bancos y Entidades Financieras y sólo puede ser realizada por empresas filiales de instituciones financieras. Por otra parte, durante los años en que la única empresa que la realiza ha venido operando, se han podido identificar una serie de dificultades originadas en la falta de un marco legal apropiado para esta actividad, el mismo que es necesario imponer para fomentar su desarrollo.

Al respecto, existe también un proyecto de Ley que fue elaborado con el apoyo del IFC y que, al igual que los proyectos de Ley anteriores, ha sido socializado entre los sectores interesados. El mencionado proyecto de Ley propone soluciones a la mayoría de los temas que impiden el adecuado desenvolvimiento del *leasing*, pero además propone que esta actividad pueda ser realizada por cualquier empresa, no necesariamente una filial de una institución financiera, e incluso por las propias instituciones financieras, como un servicio de financiamiento adicional. Entendemos que entre el ente regulador, los proponentes del proyecto de Ley, la empresa de *leasing* que opera en el mercado y otros sectores, todavía existen temas que no están concensuados y acordados. Sin embargo, dicho proyecto se constituye en un buen punto de partida.

4.2. Financiamiento a mediano y largo plazo

Para modificar las estructuras de financiamiento totalmente inadecuadas que la mayoría de las empresas bolivianas enfrenta, es fundamental el acceso a financiamiento de mediano y largo plazo. Para ello se propone lo siguiente:

- **Financiamiento a la banca, mutuales y fondos financieros a través del mercado de valores**

Si bien es posible el financiamiento a mediano y largo plazo a través del mercado de valores, es una realidad que en el corto plazo la mayoría de las empresas no reúne las condiciones para acceder a ese mercado. Una forma de enfrentar este problema sería que la banca, mutuales y fondos financieros emitan bonos o DPF's a ser colocados entre los inversionistas institucionales a largo plazo y en moneda nacional o UFV a través de la BBV. Al recurrir al mercado de valores, esas instituciones financieras podrían modificar su estructura de financiamiento y otorgar a sus clientes condiciones de financiamiento a largo plazo, con períodos de gracia razonables y en moneda nacional, sin incurrir en riesgos de descalce adicionales.

Sin embargo, para la aplicación de esta alternativa de financiamiento se requiere tomar en cuenta lo siguiente:

- Costo del financiamiento. Las tasas de financiamiento a mediano y largo plazo son claramente superiores al costo de las captaciones del público. Los bonos del Tesoro General de la Nación (TGN) en UFV a seis y siete años plazo se cotizan a tasas del 5.9 por ciento y 8 por ciento, respectivamente. Las instituciones financieras, según su calificación de riesgo, deberían pagar tasas iguales o mayores a las del TGN, lo que reduciría sus márgenes (*spreads*) y/o incrementaría las tasas activas. Tomando en cuenta la estructura de costos de las instituciones financieras antes comentada y proporcionada en el Anexo, lo más probable es que suceda lo segundo. Sin embargo, no todas las instituciones financieras enfrentan dicha estructura de costos, las mismas que podrían aprovechar la oportunidad para mejorar su posición y participación en la industria.
- Incremento en liquidez. En la actualidad, las instituciones financieras mantienen altos niveles de liquidez (alrededor del 30 por ciento de su activo), lo que se vería incrementado con los recursos obtenidos de las emisiones de valores. Esta situación

puede ser enfrentada en el corto plazo mediante el intercambio de los DPF's que se encuentran actualmente en la cartera de los fondos de pensiones y compañías de seguros previsionales por los bonos o nuevos DPF's a ser emitidos. La operación no requeriría de movimientos de fondos en sí.

- Demanda por financiamiento en moneda nacional o UFV. Diversas instituciones financieras sostienen que en la actualidad no existe demanda por financiamiento en moneda nacional o UFV, razón por la cual no sería de su interés financiarse en esas monedas. Es posible que la demanda por financiamiento en moneda nacional o UFV continúe siendo baja, pero surge la duda de si ello se debe a que los agentes económicos están acostumbrados a utilizar dólares o a que las instituciones financieras no han desarrollado productos o servicios adecuados para fomentar la demanda, tomando en cuenta que los ingresos de la mayoría de los agentes económicos son en moneda nacional.
- Emisiones de bonos. Si se impulsa la emisión de bonos, lo que es deseable, por tratarse de valores seriados con mayor liquidez en el mercado secundario que los DPF's, se requiere modificar la Ley de Bancos y Entidades Financieras, que establece que los tenedores de bonos quedan en el décimo lugar de prelación ante la liquidación de la institución financiera emisora.

- **Financiamiento mediante la emisión de acciones**

De acuerdo a lo expuesto, es una necesidad modificar la estructura de financiamiento de las empresas fundamentalmente mediante el incremento de su capital propio. Tomando en cuenta la estructura familiar, la falta de formalidad y transparencia, la falta de adecuadas normas que protejan a los accionistas minoritarios y el total desinterés por parte de los inversionistas para invertir en acciones, para fomentar el financiamiento mediante la emisión de acciones se deben implementar diversas medidas, entre las que se proponen las siguientes:

- Fomento al capital riesgo. Dados los buenos resultados hasta ahora obtenidos por los inversionistas de capital riesgo en lo que se refiere a mejoramiento de estructuras de financiamiento, profesionalización de la gestión, formalización y desarrollo de las empresas en las que han invertido, se constituye en una interesante alternativa para la capitalización de las empresas en el corto plazo. Pero, como se mencionó anteriormente, es necesario fomentar el desarrollo de esta industria con un marco legal adecuado y la disponibilidad de recursos.

- Otorgar incentivos tributarios temporales a las empresas que emitan acciones entre el público y apliquen principios de buen gobierno corporativo. Otorgar incentivos tributarios para que las empresas hagan lo que es mejor para ellas no parece ser muy lógico. Sin embargo, la necesidad económica de que las empresas modifiquen sus estructuras de financiamiento en el menor plazo posible pudiera requerir de incentivos temporales especiales. Pero, para atraer a los inversionistas que adquieran esas acciones y a fin de evitar los abusos del o los accionista mayoritarios y eliminar los criterios de gestión familiares, es necesario complementar los incentivos tributarios con el requisito de aplicación de principios de buen gobierno corporativo. Es posible además que de esta forma los actuales accionistas-propietarios perciban que los beneficios de aplicar principios de buen gobierno corporativo superan a los costos. Es indudable que con anterioridad a la aplicación de esta medida, se requiere hacer un análisis costo-beneficio para el fisco, el que deberá considerar algunos aspectos cualitativos de difícil medición, como las mejoras en la transparencia, gestión y democratización del capital de las empresas, entre otros.
- Fomentar la inversión en acciones por parte de los fondos de pensiones. Como se pudo observar, en marzo de 2006, los fondos de pensiones (FCI) tenían inversiones en acciones de las empresas públicas que fueron capitalizadas, las que en mayo del mismo año fueron devueltas a otro fondo, denominado Fondo de Capitalización Colectiva, del cual fueron originalmente retirados a fin de poder dar cumplimiento a una promesa electoral. Lo cierto es que en la actualidad, el Fondo de Capitalización Individual no tiene acciones en su cartera.

El FCI está conformado por todos los aportes que los trabajadores realizan mensualmente a una cuenta individual. El problema que se observa es que al mismo fondo aportan personas de distintas edades, la mayoría bastante lejos de la edad de jubilación (actualmente 65 años) y otras más cerca de ella, pero la política de inversiones establecida por normativa tiende a ser más conservadora, justamente por la presencia de este último grupo de afiliados. Si, al igual que en Chile, se permitiera la división del FCI en diversas carteras según las edades de los afiliados, lo que se ha denominado en ese país los Multifondos, se podría contar también con políticas de inversión distintas para cada Fondo. Los afiliados más jóvenes podrían elegir que sus aportes se inviertan en una cartera con mayor participación en valores de renta variable que en valores de renta fija, en el entendido de que disponen de más tiempo para recuperarse de posibles pérdidas. A medida de que los afiliados se acercan

a la edad de jubilación tenderán a invertir sus aportes en carteras con menor participación en valores de renta variable y mayor participación en valores de renta fija, éstos, además cada vez de menor riesgo.

Este cambio en la estructura de los fondos de pensiones obligaría a una administración más activa de las AFP y liberaría mayores recursos para ser invertidos en acciones de empresas o cuotas de participación de fondos de capital de riesgo, siempre y cuando, haya empresas viables interesadas en emitir acciones.

- Fomentar, claro está, la formación y funcionamiento de creadores de mercado. La principal función de los creadores de mercado es generar liquidez para determinados valores tomando diariamente posiciones compradoras y vendedoras, de tal forma que los inversionistas tienen la seguridad de poder adquirir o vender un valor en cualquier momento. Los creadores de mercado han sido y son un factor fundamental en los mercados de valores desarrollados, ya que su existencia ha permitido que los inversionistas particulares tomen posiciones en valores con largos plazos de vigencia o no redimibles, como los bonos a 15 y más años o las acciones. En la Bolsa de Nueva York (NYSE) existen empresas especializadas en la creación de mercado para determinadas acciones, denominados especialistas, que operan con recursos propios y obtienen ingresos de las diferenciales entre los precios de compra y de venta.

Es importante indicar que la participación de los creadores de mercado suele ser muy activa cuando el valor ha sido recientemente emitido, pero a medida que la participación de los inversionistas crece –gracias a la seguridad que otorga la existencia del creador de mercado– éstos van generando liquidez al valor y la participación del creador de mercado tiende a disminuir. Por otra parte, la participación de los creadores de mercado tiene ciertas restricciones asociadas a las crisis y situación de los emisores, a fin de no asumir riesgos ilimitados.

La SPVS recientemente ha emitido la normativa para que las agencias de bolsa puedan actuar como creadores de mercado utilizando recursos propios o de terceros interesados en promover mercado para un determinado valor. Esta normativa pudiera ser aprovechada para fomentar la inversión en acciones de empresas que las emitan y cumplan principios de buen gobierno corporativo, pero para ello se requiere contar también con los recursos necesarios.

Si bien no es función de los fondos de pensiones hacer las veces de creadores de mercado, es posible considerar que con la existencia de los Multifondos, se pueda destinar una parte reducida de la cartera de los Fondos correspondientes a los afiliados más jóvenes para este propósito.

- **Financiamiento a la vivienda a través del mercado de capitales**

El financiamiento a la vivienda proviene de las fuentes tradicionales de financiamiento, con los riesgos de descalce que ello implica. No ha sido posible financiar a la vivienda a través del mercado de valores, como naturalmente debiera corresponder, debido a problemas normativos. Tanto la titularización de cartera hipotecaria como la emisión de cédulas hipotecarias han resultado ser inviables como alternativa de financiamiento o de administración de riesgos para las instituciones financieras, por la inadecuada normativa emitida o promovida por la SBEF.

La normativa referida a titularización de cartera que, entre otras disposiciones equivocadas, impedía a las instituciones financieras revertir las provisiones, incluso genéricas, de la cartera cedida al patrimonio autónomo, a pesar de haber transferido con ello el riesgo asociado a esa cartera, fue corregida hace no mucho tiempo atrás y luego de un arduo proceso de negociación y convencimiento con la SBEF, liderizado por la Nacional Financiera Boliviana SAM (NAFIBO).

Los esfuerzos realizados para corregir la normativa referida a titularización de cartera no se han visto reflejados con este tipo de operaciones, ya que a la fecha no se ha realizado ninguna titularización de cartera. La razón principal de ello reside en que los actuales elevados niveles de liquidez que mantienen las instituciones financieras no hacen atractiva la cesión para su titularización de cartera hipotecaria que además es la cartera que registra el menor nivel de mora para recibir a cambio mayor liquidez, que en las actuales circunstancias parece no poder ser colocada. Por otra parte, en los últimos meses se observa una reducción en las tasas de interés de los créditos hipotecarios a niveles que podrían no hacer atractiva su eventual titularización.

En cuanto a las cédulas hipotecarias, su normativa original, establecida en el Código de Comercio, fue modificada por iniciativa de la SBEF en una modificación a la Ley de Bancos y Entidades Financieras. Lamentablemente, esa modificación actualmente vigente hace inviable la emisión de esos valores, ya que establece que, ante la liquida-

ción de la institución financiera emisora, los tenedores de las cédulas hipotecarias pasan a formar parte de la masa de acreedores, quedando en cuarto lugar de prelación, a pesar de que esos valores teóricamente están respaldados por cartera hipotecaria después de los DPF, que están en segundo lugar. Evidentemente, para cualquier inversionista resulta más atractiva la inversión en esos instrumentos que en cédulas hipotecarias.

La mencionada modificación eliminó también la posibilidad de emisión de cédulas hipotecarias por parte de las instituciones financieras a favor de personas naturales y jurídicas contra el respaldo de un bien inmueble sobre el cual esas personas tengan poder de disposición. Esta otra alternativa de emisión de cédulas hipotecarias, establecida en el Código de Comercio y no contemplada en la Ley de Bancos y Entidades Financieras, permitiría a las instituciones financieras vender prácticamente al contado los bienes inmuebles adjudicados, ya que los compradores podrían financiarse a través del mercado de valores con la garantía de ese bien inmueble.

Si bien en el corto plazo puede no ser atractivo para las instituciones financieras utilizar las alternativas de titularización de cartera o emisión de cédulas hipotecarias como fuentes de financiamiento o como mecanismos de administración de riesgos, es evidente que debe ser posible utilizarlas, razón por la cual se requiere contar con la normativa apropiada a la menor brevedad.

Por otra parte, con el propósito de generar mayor competencia en el financiamiento a la vivienda y de permitir a los inversionistas institucionales participar en este tipo de financiamiento sin tener que depender de la voluntad de las instituciones financieras, durante el Gobierno pasado se emitió la normativa para la constitución y funcionamiento de las sociedades emisoras de valores hipotecarios de vivienda (SVH) que tienen por objeto otorgar créditos o mutuos hipotecarios de vivienda, emitir valores hipotecarios de vivienda, ser originadores en procesos de titularización, vender cartera hipotecaria y constituir fideicomisos de bienes inmuebles que garanticen emisiones de valores. Estas sociedades están reguladas y fiscalizadas por la SPVS.

A la fecha no se cuenta con ninguna de estas sociedades, pero se tiene conocimiento de que se encuentra en proceso de formación y trámite de autorización ante la SPVS la que vendría a ser la primera SVH.

- **Financiamiento de municipios rurales a través del mercado de capitales**

Los municipios rurales enfrentan diversas deficiencias en lo que a infraestructura se refiere. Fundamentalmente no cuentan con adecuados sistemas de alcantarillado y agua potable, sistemas de riego, caminos vecinales para conectarse a los caminos troncales, sistemas de electricidad y otros que indudablemente inciden en la producción y comercialización de los productos que se producen o pueden producirse en las áreas rurales y en la calidad de vida de la población que habita dichas áreas.

El desarrollo de infraestructura, adicionalmente a mejorar las condiciones productivas, de comercialización y de vida de las zonas beneficiadas, permite, durante la etapa de desarrollo, movilizar la economía al generar demanda por diversos tipos de servicios e insumos que pueden ser proporcionados por empresas nacionales o pobladores de las zonas, con el consiguiente efecto positivo sobre éstos y el empleo.

Con la Participación Popular (sistema de coparticipación tributaria), los municipios rurales reciben anualmente recursos que deberían ser utilizados, entre otros fines, para el desarrollo de infraestructura. Sin embargo, estos recursos no son suficientes para satisfacer las diversas y apremiantes necesidades de los municipios rurales. En este sentido, se hace necesario desarrollar esquemas que permitan a esos municipios satisfacer en el corto plazo sus necesidades de infraestructura pero a la vez financiar las mismas a largo plazo (10 años, por lo menos) y a costos razonables, a fin de que la amortización del financiamiento no incida de manera significativa en los ingresos que perciben anualmente por la Participación Popular y así puedan disponer de recursos para cubrir otras necesidades.

El financiamiento de largo plazo a costos razonables para los municipios rurales enfrenta diversos problemas, siendo los principales los siguientes: i) ni las instituciones financieras ni los proveedores de servicios e insumos cuentan con la capacidad y/o recursos para otorgar financiamiento de largo plazo, debido a que estas instituciones y proveedores a su vez no se financian a largo plazo; ii) ningún financiador, ya sea una institución financiera o los proveedores de servicios e insumos, estará dispuesto a asumir el riesgo de que el cumplimiento de las obligaciones financieras emergentes del financiamiento otorgado quede sujeta a la voluntad de los municipios, cuyos concejos y alcaldes pueden ser cambiados y iii) por el tamaño de la gran mayoría de los municipios rurales, el desarrollo de infraestructura puede no significar montos importantes de inversión para fines de financiamiento, lo que puede tener efectos sobre el costo del

mismo y un relativo o escaso interés por parte de quienes podrían financiar estos proyectos, dada la complejidad que puede demandar su estructuración y los riesgos asociados a la operación, como el mencionado anteriormente.

Los inversionistas institucionales que operan en el país disponen de una importante cantidad de recursos que debieran ser utilizados para financiar proyectos que generen condiciones para un desarrollo sostenible, empleo y bienestar social.

Para que los municipios rurales puedan obtener financiamiento en condiciones que se ajustan a sus necesidades es necesario desarrollar mecanismos que permitan la canalización a esos municipios de los recursos que administran los inversionistas institucionales. En este propósito, la BBV viene proponiendo a los distintos gobiernos establecidos en los últimos tres años un mecanismo de financiamiento para estos municipios mediante la titularización de sus ingresos futuros provenientes de la Participación Popular. El mecanismo propuesto permite la agrupación de varios municipios a fin de reducir la incidencia en cada uno de ellos de los costos de estructuración de la operación y permite también reducir los riesgos de los inversionistas al centralizar la recaudación de los recursos de Participación Popular, que son distribuidos por el TGN, en una única cuenta en el BCB, de la cual el administrador del patrimonio autónomo los retirará para cancelar a los tenedores de los valores.

Entendemos que la propuesta permitirá a las municipios rurales emprender obras de infraestructura para el mejoramiento de las condiciones de producción y/o de la calidad de vida en dichas zonas, en condiciones de financiamiento adecuadas a sus necesidades y posibilidades (largo plazo, períodos de gracia, costo razonable y en moneda nacional) además utilizando ahorro interno. Asimismo, el esquema propuesto permite demostrar a la población que los recursos de los fondos de pensiones pueden ser utilizados para financiar proyectos que generen condiciones para un desarrollo sostenible, empleo y bienestar social sin poner en riesgo dichos recursos.

4.3. Mecanismos para administrar riesgos

Mientras no se establezcan mecanismos para administrar los riesgos sistémicos que inciden en la capacidad de generación de flujos y, en consecuencia, de pago de los agentes económicos que operan en determinados sectores, éstos no tendrán acceso a

financiamiento, o lo tendrán, pero en condiciones que no se ajustan a sus necesidades. Es el caso de los sectores agrícola y minero principalmente, que en el pasado han enfrentado serias dificultades por el comportamiento volátil de los precios de los productos que producen o explotan y, específicamente en el sector agrícola, también por el comportamiento del clima, lo que ha motivado que el financiamiento a estos sectores se haya reducido y las condiciones del mismo sean menos flexibles. De acuerdo a la Cámara Agropecuaria del Oriente (CAO), el sector agrícola requeriría de US\$ 800 millones anuales para capital de trabajo y de más de US\$ 2,000 millones para inversión, lo que contrasta con los aproximadamente US\$ 240 millones de financiamiento otorgado por el sector bancario al sector agrícola a marzo de 2006, el que no ha sufrido variaciones significativas en los últimos años.

Para administrar los riesgos que inciden en la capacidad de pago de los agentes económicos y mejorar en consecuencia el acceso y condiciones de financiamiento principalmente en el sector agrícola, se proponen los siguientes mecanismos:

- **Constitución de una bolsa de productos**

Permitiría la realización de transacciones de productos agrícolas y ganaderos en un mercado organizado y formal, acceso a mayor y mejor información de precios y productos, una mejor administración del riesgo agrícola, generación de nuevas alternativas de financiamiento y acceso a otras fuentes de financiamiento.

Al margen de permitir realizar operaciones de venta a futuro de productos a fin de reducir el riesgo de volatilidad de precios bajo la figura de *forwards* garantizados, una bolsa de productos puede contribuir también a resolver varios de los problemas que enfrenta el sector agrícola en Bolivia, como el incumplimiento de contratos de compra-venta, las asimetrías de información entre compradores y vendedores y acceso a nuevas fuentes de financiamiento mediante la realización de operaciones de reporto (venta con pacto de recompra) con certificados de depósito de sus productos almacenados, entre otros.

En el año 2000, un grupo de empresas del sector agrícola de Santa Cruz, conjuntamente la BBV, se asociaron y organizaron para llevar adelante un proyecto de formación de una bolsa de productos en esa ciudad. Producto de ese esfuerzo se cuenta en la actualidad con prácticamente toda la normativa necesaria para constituir una bolsa de

productos. Lamentablemente, a pesar de las gestiones realizadas por el grupo gestor, se ha podido percibir que el proyecto más que atraer interesados genera cierta resistencia. Al parecer, la transparencia y competencia en la formación de precios y el acceso a mayor información no necesariamente son considerados como positivos por algunos sectores, incluso a pesar de la formalidad y cierta seguridad que se le puede dar al cumplimiento de las operaciones pactadas en una bolsa de productos.

Al no existir un apoyo claro y concreto por parte de los principales compradores de productos agrícolas, se hace necesaria la intervención del Estado, a fin de que los principales beneficiarios que son los productores realmente obtengan ese beneficio. En este sentido, la participación del Estado debiera reflejarse en dos aspectos: i) Participando directa o indirectamente (alternativa más deseada) en el capital de la BBP y ii) estableciendo incentivos (no necesariamente tributarios) para que tanto vendedores como, principalmente, compradores, participen de la bolsa de productos.

Debido a que no se ha recibido manifestaciones de apoyo por parte del Estado, el proyecto se encuentra en la actualidad paralizado.

- **Seguro contra comportamiento del clima**

Una bolsa de productos debería complementarse con un seguro contra los efectos del comportamiento del clima, ya que la existencia de ambos mecanismos de administración de riesgos permitiría a los agricultores asegurar un flujo futuro de fondos y con ello acceder a financiamiento en condiciones más razonables. Sin embargo, es una realidad que las primas de los seguros de este tipo suelen ser elevadas y que en muchos países son subvencionadas por el Estado parcial o totalmente.

Tomando en cuenta que el actual Gobierno ha propuesto establecer líneas de financiamiento para el sector agrícola, principalmente dirigidas a los pequeños y medianos agricultores, parecería que es el momento oportuno para hacer un análisis de la conveniencia de contar con este tipo de seguro. Es posible que resulte ser más beneficioso para el Estado destinar recursos para subvencionar la prima que destinarlos al financiamiento que podría ser otorgado por las instituciones financieras existentes en condiciones más adecuadas, al existir una cobertura contra los efectos del clima. No tendría sentido que el Estado otorgue financiamiento al sector agrícola cuando los riesgos asociados a ese sector se mantienen vigentes, ya que lo más probable es que esos recursos se pierdan.

4.4. Cobertura nacional del mercado de valores

Como se mencionó anteriormente, uno de los principales factores que ha impedido el desarrollo del mercado de valores boliviano es la característica de que tanto la concertación como la liquidación de las operaciones bursátiles se realiza de forma física. La BBV, conciente de esta limitación, viene encarando desde hace tres años dos proyectos que permitirán resolver esta situación. El primer proyecto encarado ha sido la promoción y posterior constitución de una Entidad de Depósito de Valores (EDV), con el apoyo de socios como la CAF, CAVALI y NAFIBO SAM. Esta entidad tendrá por objeto proporcionar la infraestructura, sistemas y procedimientos adecuados para realizar la compensación y liquidación de fondos y valores resultantes de las operaciones concertadas en la BBV, así como la administración y registro de propiedad de dichos valores que se encuentran representados mediante anotaciones en cuenta (desmaterializados).

Con esta entidad se reducirán significativamente los riesgos operativos asociados a la manipulación física de valores y medios de pago, ya que las operaciones concertadas en el mercado bursátil con valores desmaterializados se liquidarán por medios electrónicos y a través de una única cuenta centralizadora en el BCB. Esto permitirá que inversionistas del interior del país adquieran o vendan valores sin requerir el reenvío o recepción de los valores físicos, debido a que su propiedad y titularidad quedará registrada en la EDV. Por otra parte, los emisores podrán emitir valores a precios unitarios accesibles para un mayor número de inversionistas, principalmente los particulares.

Complementariamente a la EDV, la BBV viene desarrollando un sistema electrónico de negociación concurrente, a través del cual se podrán negociar instrumentos financieros a distancia o de manera remota, en un ambiente ágil, transparente, equitativo y seguro que reemplazará al tradicional ruedo donde se realiza la negociación de valores a viva voz.

Este sistema comenzará a operar en el transcurso del cuarto trimestre del presente año y se espera que en un futuro próximo se formen nuevas agencias de bolsa o las existentes abran sucursales en las otras ciudades importantes del país, como Santa Cruz y Cochabamba, a fin de atraer nuevos inversionistas y emisores al mercado bursátil.

4.5. Coordinación en la regulación del sistema financiero

Para construir y mantener una visión integral y sistémica del sistema financiero es necesario contar con una instancia que coordine la regulación y la emisión de normativa para los distintos sectores que lo conforman, cuidando los propósitos que debe perseguir el sistema financiero en beneficio del desarrollo económico del país.

En el pasado se conformó el Consejo Nacional de Normas Financieras de Prudencia (CONFIP), en el que participaban el Viceministro del área, como representante del Ministerio de Hacienda, el Presidente del Banco Central, el Superintendente de Bancos y Entidades Financieras y el Superintendente de Pensiones, Valores y Seguros. Esta instancia fue eliminada en el último gobierno de Sánchez de Lozada. A nuestro entender, el mencionado Consejo funcionó adecuadamente dentro del marco limitado de atribuciones que le fueron otorgadas, las que no promovían una visión integral y sistémica.

4.6. Aspectos a considerar

Para la aplicación de las propuestas planteadas se deben tomar en cuenta los aspectos que serán mencionados a continuación, ya que, si bien esas propuestas persiguen mejorar el acceso y las condiciones de financiamiento de la mayoría de los agentes económicos, es una realidad que su implementación puede tropezar con la oposición de algunos sectores acostumbrados a ciertas malas prácticas y tratamientos preferenciales y también con limitaciones propias de un país como Bolivia.

- **Temor al cambio y a la competencia en sectores financieros tradicionales**

El mercado de valores es considerado como una competencia por las instituciones financieras tradicionales, en lugar de un complemento. La realidad es que las empresas que se han financiado a través del mercado de valores han obtenido significativamente mejores condiciones de financiamiento que las otorgadas por las instituciones financieras y en muchos de los casos el financiamiento obtenido se ha utilizado para cancelar los créditos concedidos por estas instituciones. Lo curioso es que las instituciones financieras no han estado ni están en posición de otorgar financiamiento en esas condiciones por las diversas razones expuestas en este documento.

Por otra parte, permanentemente las instituciones financieras tradicionales, cuando se trata de establecer incentivos tributarios al ahorro, persiguen que estos incentivos beneficien exclusivamente a los servicios que prestan o a los instrumentos de captación que emiten y no a los valores que las empresas pueden emitir para obtener financiamiento.

Por lo expuesto, es evidente que se debe trabajar en concientizar a las instituciones financieras tradicionales de que el mercado de valores es complementario y que más bien podrían utilizarlo para su beneficio.

- **Cierto sector empresarial con poca predisposición a modificar comportamientos y dejar malas prácticas**

A lo largo del presente documento se ha manifestado que diversas razones parecerían explicar algunos comportamientos y malas prácticas del sector empresarial, pero se debe mencionar también que, cuando han tenido la oportunidad de enmendar errores cometidos en el pasado, no lo han hecho, bajo el supuesto de que el Estado les daría una nueva oportunidad en el futuro.

Ciertos sectores empresariales han solicitado permanentemente al Estado la solución de sus problemas, algunos de los cuales se pueden haber originado por variables no controladas por ellos, pero muchos otros por sus propias decisiones y acciones equivocadas. Sin embargo, nunca han reconocido sus errores ni han manifestado su predisposición a modificar su comportamiento. Por otro lado, han perdido la credibilidad y el apoyo de la población cuando en el pasado se constituyeron en un importante vehículo de solución de las crisis políticas. Tal vez ello explique por qué el actual Gobierno parece tener poco interés en apoyarlos. Sin embargo, aunque golpeados, continúan siendo importantes como generadores de riqueza y empleo y es necesario apoyarlos en la medida en que modifiquen su comportamiento.

- **Nivel de educación en algunos agentes económicos**

Algunas de las propuestas planteadas en el presente documento resultan tener cierto nivel de complejidad y pueden resultar inaplicables si sus supuestos beneficiarios no las comprenden. Es el caso, por ejemplo, de las sociedades de garantía recíproca, fondos de capital de riesgo, bolsa de productos y otros, que pueden ser entendidos por ciertas empresas y personas que operan fundamentalmente en el área urbana pero no

por la mayoría de las que operan en las áreas rurales, a quienes también debieran beneficiar. Ello implica que en esas áreas y en esos agentes económicos se debe trabajar de forma distinta para la adecuada implementación de las mismas.

- **Sistema judicial no adecuadamente preparado para evaluar y tomar decisiones ágiles y adecuadas en materia financiera**

Los conflictos, divergencias y desacuerdos en operaciones financieras tienden a ser más complejas a medida que los participantes, servicios, alternativas de financiamiento e inversión, mercados, etc., van apareciendo y se van ampliando, lo que demanda a su vez un conocimiento más preciso y especializado por parte de las instancias judiciales.

El sistema financiero boliviano actual es muy distinto al de los años ochenta. Sin embargo, el tratamiento de los temas financieros por las instancias judiciales prácticamente no ha cambiado. De hecho existen serias dudas sobre la capacidad de las instancias judiciales para evaluar y resolver conflictos en temas relacionados a valores desmaterializados, operaciones de *leasing* e inversiones de riesgo, para mencionar sólo algunos.

La necesidad de que cualquier conflicto, divergencia o desacuerdo entre las partes de una operación o transacción financiera sea evaluada y resuelta sobre la base del cabal entendimiento de dicha operación y de las obligaciones y derechos de las partes involucradas, además en el menor tiempo posible, motiva a reflexionar sobre la pertinencia de contar en un futuro próximo con salas especializadas en asuntos financieros en el Poder Judicial.

Anexo

Estado de ganancias y pérdidas sector bancario
(en miles de US\$)

	Dic. 2004	Dic. 2005
Ingresos financieros por cartera	210,282	2,241,456
Cargos por obligaciones con el público	-56,702	-67,548
Cargos por obligaciones con otras fuentes de fin.	-22,453	-28,244
Resultado financiero bruto	131,127	145,664
Pérdidas por Incobrabilidad de créditos (neto)	-117,048	-80,380
Costo bienes realizables (neto)	-20,063	-23,502
Gastos de administración -	149,182	178,203
Resultado antes de ingresos por servicios y contingente	-155,166	-136,421
Resultado por servicios	47,386	54,544
Comisiones de cartera y contingente	7,929	7,695
Resultado antes de disminución de provisiones	-99,851	-74,182
Disminución de previsión por cartera	78,754	56,137
Resultado después de disminución de provisiones	-21,097	-18,045
Resultado por disp. e inversiones temporarias	20,707	37,340
Resultado por inversiones permanentes fin.	4,867	2,822
Resultado por inversiones permanentes no fin.	-5,003	6,269
Castigo de productos financieros	-4,770	-4,209
Otros ingresos operativos	12,954	14,742
Otros gastos operativos	-8,839	-8,304
Resultado neto	-1,181	30,615
Resultado por ajuste por inflación	-2,666	603
Ingresos - egresos extraordinarios	6	-1,464
Ingresos - egresos gestiones anteriores	-84	242
Resultado antes de impuestos	-3,925	29,996
Impuesto a las utilidades	-1,164	-2,027
Resultado neto de la gestión	-5,089	27,969

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBEF.