
La Bolsa Boliviana de Valores como alternativa de financiamiento para las PyMEs de la ciudad de Cochabamba

The Bolivian Stock Exchange as a financing alternative for the SMEs in the city of Cochabamba

José Gonzalo Flores Villca

*Licenciado en Administración de Empresas
Universidad Católica Boliviana "San Pablo"
Unidad Académica Regional de Cochabamba
E-mail: gonzalflores@hotmail.com*

José Gonzalo Flores Villca (2018). "La Bolsa Boliviana de Valores como alternativa de financiamiento para las PyMEs de la ciudad de Cochabamba". *Perspectivas*, Año 21 – N° 42 – noviembre 2018. pp. 71-96. Universidad Católica Boliviana "San Pablo", Unidad Académica Regional Cochabamba. Clasificación G, G10, G21, G24.

Resumen

Uno de los mayores problemas de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) es la dificultad de acceso a financiamiento. El presente trabajo tiene por objetivo proponer una estrategia de financiamiento para las PyMEs de la ciudad de Cochabamba mediante la emisión de Valores en Mesa de Negociación de la Bolsa Boliviana de Valores, como alternativa de financiamiento al sistema bancario. La presente investigación es un estudio "descriptivo", ya que está enfocada en describir situaciones, indicando cómo es un determinado fenómeno.

La Bolsa Boliviana de Valores representa una alternativa óptima de financiamiento para las empresas que cumplan con los requisitos y estén dentro del Índice PyME exigido por la institución para emitir Valores en Mesa de Negociación. El financiamiento a través de la bolsa brinda condiciones más favorables que el ofrecido por las fuentes tradicionales, además que las garantías exigidas para la emisión son menores.

CLASIFICACIÓN JEL: G, G10, G21, G24.

PALABRAS CLAVE: Finanzas, PyMEs, Financiamiento, Valores.

Abstract

One of the biggest problems of Small and medium-sized enterprises (SMEs) is the difficulty to access financing. The present paper has the objective to propose a financing strategy for SMEs in the city of Cochabamba through investment portfolio in the Stock Exchange as a financing alternative to the banking system. The present investigation is a "descriptive" study, as it is focused in describing situations, indicating how they perform in a certain situation.

The Bolivian Stock Exchange represents an optimal financing alternative for companies that meet the requirements and are inside the SME index required by the institution to issue Stocks in the Stock Exchange. The financing through the Bolivian Stock Exchange provides more favorable conditions than offered by traditional sources, besides that the required guarantees are lower.

JEL CLASSIFICATION: G, G10, G21, G24.

KEY WORDS: Finance, SMEs, Financing, Stock.

Marco contextual

1.1 La bolsa en Bolivia

Entre 1976 y 1977 se iniciaron las primeras acciones para la fundación de una bolsa de valores, por parte de Ernesto Wende, Oscar Parada, Gastón Guillén, Gastón Mujía, José Crespo y Luis Ergueta y Chirveches. En 1979, Marcelo Pérez Monasterios, en calidad de presidente de la Confederación de Empresarios Privados de Bolivia (CEPB), convocó a una reunión para designar una comisión encargada de efectuar las acciones para lograr la fundación de la bolsa. Esta gestión culminó en la misma CEPB, el 19 de abril de 1979 cuando se fundó la Bolsa Boliviana de Valores como una sociedad anónima sin fines de lucro. La bolsa se constituyó con 71 socios, con un capital suscrito de \$b. 1.420.000,00, limitándose la participación accionaria a la posesión de una sola acción por socio. (<https://www.bbv.com.bo/ResenaHistorica>).

La primera Junta General de Accionistas celebrada el mismo día de la fundación aprobó el Proyecto de Estatutos, procediendo asimismo a la designación de su primer directorio. Este cuerpo directivo tuvo la responsabilidad de llevar adelante los trámites necesarios para obtener la aprobación de los Estatutos por la Comisión Nacional de Valores y la personería jurídica de la sociedad, de conformidad a las disposiciones del Código de Comercio. (<https://www.bbv.com.bo/ResenaHistorica>).

Durante el período 1982-1985 se realizaron algunos intentos por activar el funcionamiento a la Bolsa; sin embargo estos fueron vanos, pues la hiperinflación, gran enemiga de la actividad bursátil, estuvo presente con la secuela de consecuencias negativas que ocasionó sobre la economía del país. (Lambropulos, 2006:12-14)

En el año 1989, después del éxito alcanzado con el programa de estabilización iniciado en 1985 -que devolvió al país el equilibrio económico- se inició con USAID¹ un programa de apoyo al mercado de valores que abarcó tanto a la Comisión Nacional de Valores como a las Agencias de Bolsa y a la Bolsa Boliviana de Valores, el mismo que permitió la capacitación de los

¹ La Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID)

intermediarios, la confección de sus reglamentos y la preparación de todo el sector para iniciar operaciones. (Lambropulos, 2006:12-14)

La puesta en marcha de la bolsa, el 20 de octubre de 1989, significó la culminación de muchos esfuerzos y el resultado de la visión y el empuje de numerosas personas que en forma desinteresada perseveraron durante más de catorce años hasta culminar su objetivo con éxito. Estos son los principales acontecimientos y acciones del período formativo. (<https://www.bbv.com.bo/ResenaHistorica>).

1.2 Caracterización del problema

1.2.1. Identificación del problema

Bajas oportunidades para el desarrollo de las PyMEs en Cochabamba – Bolivia.

1.2.2. Descripción del problema

La problemática a estudiar se centrará en el bajo desarrollo que presentan las PyMEs de la ciudad de Cochabamba en Bolivia debido a distintas causas que se describirán a continuación:

Debido a la importancia que representan las PyMEs para la economía boliviana, es que la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) ha facilitado un mecanismo para que las empresas de este sector puedan obtener financiamiento. Actualmente las PyMEs pueden emitir a través de este mecanismo pagarés.

También se espera la aprobación de un decreto que permita a las PyMEs participar en la BBV sin necesidad de pagar por la calificación de riesgo.

1.2.3. Formulación del problema

El mercado bursátil del país ha experimentado un crecimiento en los últimos años, ya que existe una activa participación de empresas grandes que han captado y aprovechado los recursos de los inversionistas. A pesar de esto en la actualidad son muy pocas las empresas bolivianas del sector PyMEs que

han optado al Mercado de Valores como alternativa de financiamiento.

Tomando en cuenta lo anteriormente mencionado podemos plantearnos el siguiente cuestionamiento a ser respondido a través del desarrollo de la presente investigación:

¿Es la Bolsa de Valores una alternativa viable de financiamiento para las PyMEs en comparación con el sistema bancario?

Planteamiento de objetivos

Objetivo general

Proponer una estrategia de financiamiento para PyMEs mediante la emisión de pagarés en Mesa de Negociación de la Bolsa Boliviana de Valores, como alternativa al sistema financiero bancario tradicional.

1.3.2. Objetivos específicos

Como objetivos específicos se pretende:

Describir las características del Mercado de Valores y las funciones de la Bolsa Boliviana de Valores.

Realizar una descripción de los procedimientos y técnicas de financiamiento para las PyMEs a través de la emisión de valores en la Bolsa Boliviana de Valores.

Analizar la evolución financiera de PyMEs que realizan sus operaciones en la Bolsa Boliviana de Valores.

Realizar un caso práctico de simulación de financiamiento para una PyMe a través del Mercado de Valores; y mediante el sistema bancario boliviano.

Determinar las ventajas y desventajas de un posible financiamiento de capital obtenido a través de los mecanismos de la Bolsa Boliviana de Valores en comparación al otorgado por el sistema bancario.

Alcance

1.4.1. Espacial

El alcance está limitado a la ciudad de Cochabamba, puesto que ésta es la tercera ciudad, después de Santa Cruz y La Paz, donde se encuentran la mayor cantidad de PyMEs en Bolivia.

Marco Teórico

2.1. Modelo teórico

El modelo teórico que se utilizara será el de financiamiento directo, es decir a través del Mercado de Valores Boliviano, para su posterior aplicación al caso práctico de simulación de financiamiento.

Se tomará en cuenta únicamente el último paso, que es la colocación de los pagarés para poder realizar así una simulación de financiamiento a través de la Bolsa Bolivia de Valores.

2.1.1 Emisión de pagarés



3. Marco Práctico

3.1. Situación de las PyMEs en la Bolsa Boliviana de Valores

3.1.1. Mesa de negociación PyME

La Mesa de Negociación PyME, es un mecanismo de negociación creado por la Bolsa exclusivo para operaciones con instrumentos destinados al financiamiento de PyMEs a través de la emisión de Pagarés en Mesa de Negociación. Este instrumento es emitido para financiar capital de operaciones hasta un plazo de 270 días, estos valores no requieren una calificación de riesgo, sin embargo la norma exige que la PyME cuente con Estados Financieros del último año auditado por una de las firmas registradas en el Registro del Mercado de Valores. (BOLSA BOLIVIANA DE VALORES, 2014)

En la gestión 2014, las PyMEs por la colocación de sus valores en el mecanismo de Mesa de Negociación de la Bolsa obtuvieron un financiamiento de \$us3,4 millones, 19,9% menos que la gestión 2013. Ameco Ltda. e Impresiones Quality S.R.L., fueron las que más financiaron sus operaciones con el 41,5% y 41,1% del total negociado, respectivamente. (BOLSA BOLIVIANA DE VALORES, 2014)

Tabla No. 1
Operaciones en mesa de negociación PyME (Equivalentes en dólares estadounidenses)

Mon.	PyME	Índice PyME	Estrato Empresarial	Monto2013	Monto2014	Tasas de Rendimiento Promedio	
						Mínimo	Máximo
Sus	Ameco Ltda.	0,78	Mediana	1.583.404	1.349.459	4,43%	5,55%
Sus	Gas & Electricidad S.A.	1,12 ²	Grande	346.240	-	-	-
Sus	Impresiones Quality S.R.L.	0,21	Mediana	667.697	592.139	2,30%	5,88%
Sus	Productos Ecológicos Naturaleza S.A.	0,33	Mediana	210.262	319.700	6,36%	8,27%
Sus	Quinoa Foods Company S.R.L.	0,29	Mediana	184.664	246.118	3,78%	4,92%
Bs	Ameco Ltda.	0,78	Mediana	582.414	45.733	5,40%	5,88%
Bs	Gas & Electricidad S.A.	1,121	Grande	96.937	-	-	-
Bs	Impresiones Quality S.R.L.	0,21	Mediana	506.315	787.453	4,92%	4,92%
Bs	Productos Ecológicos Naturaleza S.A.	0,33	Mediana	-	17.493	8,27%	8,27%
Bs	Quinoa Foods Company S.R.L.	0,29	Mediana	11.662	-	-	-

Fuente: Memoria Anual de a Bolsa Boliviana de Valores, 2014.

2 A partir del 24 de mayo de 2013, Gas & Electricidad S.A. ya no es considerada dentro de la Clasificación de PyME, el último resultado del Índice, muestra que pertenece al estrato empresarial de la "Gran Empresa". En este sentido, no podrá emitir ni registrar nuevos pagarés en Mesa de Negociación. Esta determinación no afecta los pagarés emitidos anteriormente por la Sociedad, los cuales podrán seguir negociándose en la Bolsa.

3.1.2. Tasas de emisión y de colocación

A continuación se presentan las tasas de emisión y de colocación registradas durante la gestión 2014 en mesa de negociación

Tabla No. 2
Tasas de emisión y colocación

Serie	Moneda	TasEmision %	Tasas Colocacion %	Garantia o Cobertura
Pagares Bursatiles				
IASA II - Emision 3 y 4				
FIN-PB2-E3U	USD	3,5	3,45	Quirografaria
FIN-PB2-E4U	USD	3,5	3,45	Quirografaria
AMECO I - Emisión 2 y 3				
CAC-PB1-N2U	BOB	6	6	Quirografaria
CAC-PB1-E3U	USD	5,5	5,5	Quirografaria
BNB Leasing I - Emisión 1				
BNL-PB1-N1U	BOB	4,25	1,99	Quirografaria

Fuente: Memoria Anual de a Bolsa Boliviana de Valores, 2014.

Las tasas de emisión son aquellas tasas a las que un valor es ofrecido por primera vez en el mercado, son las tasas que la empresa emisora se compromete a pagar a los inversionistas. Debido a la liquidez existente durante los últimos años en nuestro mercado, surge una alta demanda por los valores que son colocados por primera vez, ocasionando que los operadores de bolsa mejoren las condiciones de compra, a través de una reducción en las tasas de colocación, lo que a su vez se traduce en un incremento en los precios de los valores ofrecidos. La diferencia entre las tasas de emisión y colocación representa una ventaja para el emisor, ya que los recursos adicionales levantados del mercado representan un ingreso extra para el emisor de los valores. (BOLSA BOLIVIANA DE VALORES, 2014).

3.2 Características de la oferta de financiamiento por el sistema Financiero

Tradicional

Mediante el Decreto Supremo 2055, que reglamenta la Ley de Servicios

Financieros, el Ejecutivo fijó un tope de 11,50% como tasa para el financiamiento a la microempresa, de 7% para la pequeña empresa, de 6% para la mediana empresa y de 6% para la gran empresa. (BOLSA BOLIVIANA DE VALORES, 2014).

A continuación se muestra un cuadro de comparación entre las distintas tasas de interés, las garantías y el destino del crédito de las entidades financieras:

Tabla No. 3
Tasas y garantías del sistema bancario boliviano

Bancos	Micro empresa	Pequeña empresa	Mediana empresa	Gran empresa		
Múltiples						
Tasa máxima	11,50%	7%	6%	6%	Garantías	Destino de crédito
Nacional de Bolivia	11,39%	6,63%	5,89%	5,94%	- Hipotecaria - Hipotecaria más prenda de maquinaria, equipo o vehículo.	Capital de operación y capital de inversión
Mercantil Santa Cruz	11,15%	6,98%	5,88%	5,90%	- Hipotecaria personal o prendaria	Capital de operación y capital de inversión
Crédito de Bolivia	8,76%	7%	6%	5,82%	- Prendaria - Hipotecaria - Pignoración de fondos en cuenta o Depósitos a Plazo Fijo.	Capital de operación y capital de inversión
Bisa	11,50%	7%	6%	5,85%	Garantía personal, prendaria o hipotecaria	Capital de operación y capital de inversión
Union	11,50%	6,29%	5,98%	5,50%	- Hipotecaria - Hipotecaria más prendaria	Capital de operación y capital de inversión
Económico	11,50%	7%	6%	5,95%	- Hipotecaria - Hipotecaria más prendaria	Capital de operación y capital de inversión
Ganadero	8,50%	7%	6%	6%	- Hipotecaria - Hipotecaria más prendaria	Capital de operación y capital de inversión
Fassil	11,30%		6%		- Hipotecaria - Hipotecaria más prendaria	Capital de operación y capital de inversión

Fuente: Elaboración propia en base a información del Banco Central de Bolivia y de las entidades financieras, 2015.

3.3. Recolección de datos

Los datos de la presente investigación se obtuvieron de la encuesta realizada a las 83 PyMEs que nos brindaron la información necesaria para poder obtener los resultados que se explicaran más adelante. Las mismas que fueron seleccionadas de una base de datos proporcionada por la Cámara Departamental de la Pequeña Industria y Artesanía (CADEPIA).

3.4. Conclusiones del trabajo de campo

El 78% de las empresas llevan un registro contable, 87% tienen registro de funcionamiento, 75% está inscrita Fundempresa y el 80% tienen NIT, lo que indica que la mayor parte de las PyMEs encuestadas está legalmente conformada.

Puede verse también la necesidad de financiamiento de las PyMEs, ya que el 67% respondió que alguna vez solicitó financiamiento, de las cuales el 52% hicieron la solicitud a un Banco, 26% a FFP y el resto a cooperativas y mutuales, concluyendo así que el sistema bancario es la principal fuente de solicitud de financiamiento.

El 87% de las PyMEs encuestadas se enfrentó a alguna dificultad para acceder a financiamiento entre los cuales están los Trámites burocráticos con 15%, Garantías con 42%, Tasas de Interés elevadas 35% y solo 8% al plazo de pago. Se puede determinar entonces que las garantías son la mayor dificultad.

Debido a las dificultades solo el 33% de las PyMEs pudo satisfacer sus necesidades de financiamiento.

El 67% de las PyMEs tienen conocimiento del mercado de valores pero solo el 33% sabe cómo funciona, el 18% tiene información sobre los medios de financiamiento del Mercado de Valores y solo el 29% conoce cuáles son los requisitos para financiarse en la Bolsa Boliviana de Valores.

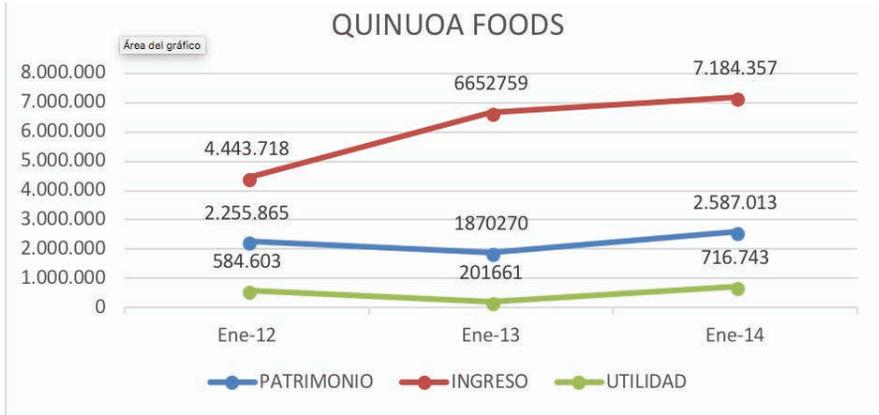
3.5. Análisis de la evolución financiera de las PyMEs emisoras en la BBV

En esta sección se analizará la evolución financiera de seis de las PyMEs que han realizado sus operaciones en la Bolsa Boliviana de Valores.

Se considera las siguientes empresas ya que sus actividades se han desarrollado por lo menos a lo largo de dos gestiones, y debido al acceso que se tiene a sus prospectos para realizar en análisis.

a) QUINOA FOODS

Gráfico no. 1
Evolución financiera de la empresa Quinoa Foods
(Expresado en Bolivianos)

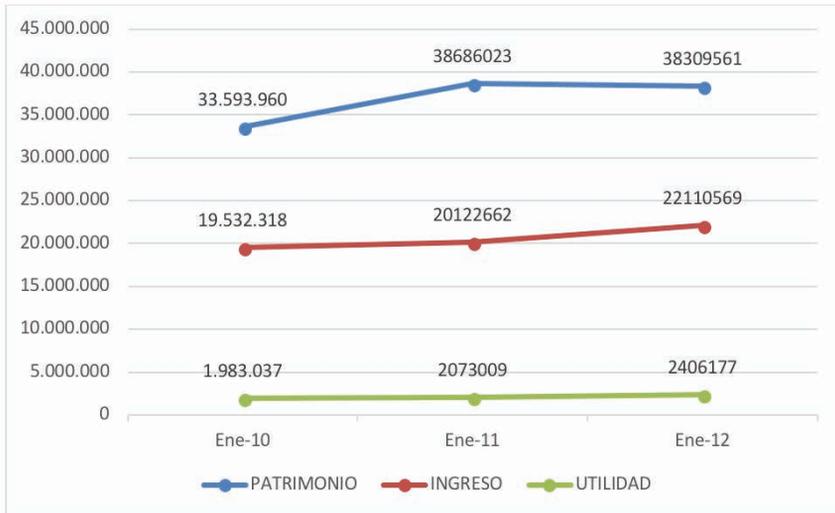


Fuente: Elaboración propia en base a los prospectos de la BBV.

Este gráfico nos muestra que los Ingresos tuvieron una tendencia ascendente hasta la última gestión. En cuanto al Patrimonio de la empresa presenta una tendencia ascendente pese a la caída en marzo de 2013, la misma que tuvo una recuperación para marzo de 2014; de la misma forma para la Utilidad de la empresa se puede observar una tendencia descendente la primera gestión, pero que es recuperada para la última gestión.

b) GAS & ELECTRICIDAD

Gráfico no. 2
Evolución financiera de la empresa Gas & Electricidad
(Expresado en Bolivianos)



Fuente: Elaboración propia en base a los prospectos de la BBV.

Este Gráfico nos muestra que la evolución de la empresa fue ascendente en lo que se refiere al Patrimonio hasta diciembre del 2011, ya que este aumentó en relación al patrimonio declarado al iniciarse operaciones en la BBV, para experimentar luego un leve descenso hasta diciembre de la gestión 2012; en lo que se refiere a los Ingresos estos tuvieron una tendencia ascendente hasta la última gestión; en lo que se refiere a la utilidad de la empresa esta tuvo una tendencia ascendente desde el inicio de operaciones en la BBV.

No se consideró para el análisis la gestión 2013, ya que los Estados auditados corresponden hasta el mes de marzo.

c) IMPRESIONES QUALITY S.R.L.

Gráfico No. 3
Evolución financiera de la empresa Impresiones Quality
(Expresado en Bolivianos)

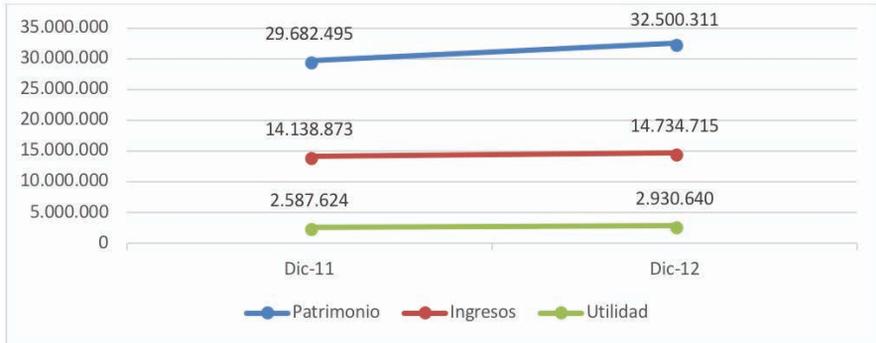


Fuente: Elaboración propia en base a los prospectos de la BBV.

En este gráfico se puede observar que el Patrimonio de la empresa tuvo una tendencia ascendente desde que comenzó sus actividades en la BBV. En cuanto al Ingreso, se experimentó un descenso durante la primera gestión, pero luego se tuvo una recuperación para la última gestión. La Utilidad tuvo un comportamiento ascendente sin caídas hasta la última gestión.

d) MERICO S.A.

Gráfico No. 4
Evolución financiera de la empresa MERICO S.A.
(Expresado en Bolivianos)

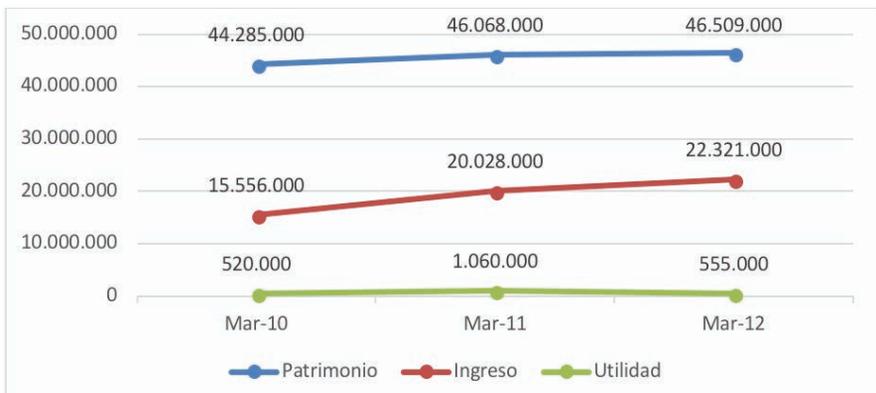


Fuente: Elaboración propia en base a los prospectos de la BBV.

El gráfico nos muestra que la tendencia del Patrimonio fue ascendente; al igual se puede observar que los Ingresos experimentaron un incremento desde que se iniciaron las actividades en la BBV; en lo que se refiere a la Utilidad de la empresa, su tendencia también es ascendente.

e) AMEXO

Gráfico No. 5
Evolución financiera de la empresa AMEXO
(Expresado en Bolivianos)



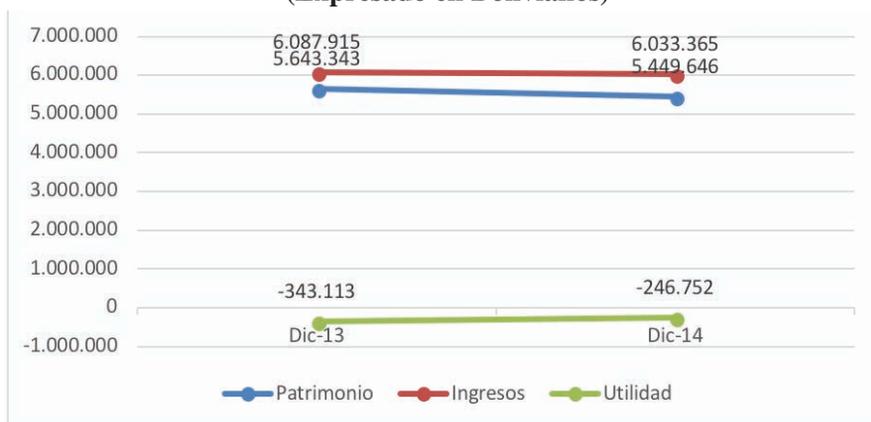
Fuente: Elaboración propia en base a los prospectos de la BBV.

En este gráfico se muestra que la tendencia del Patrimonio fue ascendente durante las gestiones; igualmente los Ingresos experimentaron una tendencia ascendente hasta la última gestión; en los que se refiere a la Utilidad de la empresa la primera gestión se tuvo un incremento considerable de casi el doble, pero para la última gestión se tuvo un descenso, a pesar de eso, llega a superar el monto de la primera gestión.

f) Productos Ecológicos Naturaleza S.A.

Gráfico No. 6

**Evolución financiera de la empresa Productos ecológicos Naturaleza S.A.
(Expresado en Bolivianos)**



Fuente: Elaboración propia en base a los prospectos de la BBV.

En el gráfico podemos observar que el Patrimonio de la empresa tuvo un comportamiento con tendencia descendente desde que comenzó sus actividades en la BBV, al igual que el caso de los Ingresos que experimentaron un descenso. En cuanto al Ingreso, desde la primera gestión se tuvieron pérdidas, pero para la última gestión hubo un ascenso, que a pesar de seguir teniendo pérdidas se pudo ver una mejora.

Entre las gestiones 2013 y 2014 hubo una disminución de la pérdida a consecuencia de la disminución de los gastos fijos de la empresa y el incremento del margen de contribución, fruto de una estructura organizacional

fortalecida para hacer frente al nuevo plan de negocios. Al 31 de Marzo de 2014 alcanza a 246,752 Bs representando un (-4.09%) de los ingresos totales y al 31 de Marzo de 2013 alcanza a 343,113 Bs representando un (-5.64%) de los ingresos totales.

Los resultados negativos de la gestión son a consecuencia de la caída de las ventas nacionales por sobre stock y devoluciones de producto en el mercado nacional y de exportación, los cuales son factores externos.

3.6. Conclusiones

Como se pudo ver en los gráficos del análisis de los prospectos de las empresas que pertenecen al sector de PyMEs, cinco de las seis empresas que cotizan actualmente tuvieron resultados positivos desde que comenzaron sus actividades en la Bolsa Boliviana de Valores.

Se pudo observar que las PyMEs experimentaron importantes beneficios en su Patrimonio, Ingresos por ventas y Utilidad, con la única excepción de la empresa Productos Ecológicos Naturaleza S.A. que experimentó descensos en cuanto a su Patrimonio e Ingresos, pero que tuvo una mejora en las pérdidas de la Utilidad de la empresa.

4. Marco Propositivo

4.1. Caso práctico de simulación

A continuación se presenta el caso de una PyME de alimentos, que busca el financiamiento, ya sea a través del sistema bancario tradicional o de la Bolsa Boliviana de Valores.

La empresa se encuentra formalizada, ya que tiene NIT, registro en FUNDEMPRESA y lleva registro de contabilidad.

Estructuración

La empresa de alimentos ha decidido obtener financiamiento para mediante una emisión Pagares en Mesa de Negociación de la Bolsa Boliviana de Valores, para lo cual se contrata los servicios de una Agencia de Bolsa que es

la que se encarga de elaborar, preparar y estructurar la emisión. Para que la agencia de bolsa realice e análisis de la situación financiera, se debe presentar toda la información solicitada.

A continuación se presenta las características de la emisión:

Características de la emisión

Cuadro No. 1

Tipo de Valor Emitirse	Modalidad de Otorgamiento
Pagares Bursátiles	A fecha fija hasta 360 días de calendario a partir de la fecha de emisión.
Denominación de la emisión	Precio de Colocación
“PAGARES BURSATILES PYME – EMISION 1”	Mínimamente a la par del valor nominal
Serie	Forma de circulación de los Valores
Única	A la orden
Monto de la emisión	Garantía
US\$.200.000,00.- (Doscientos Mil 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América)	Quirografaria
Cantidad de Valores	Margen de endeudamiento autorizado
200 (Doscientos) Pagarés Bursátiles	US\$.300.000,00.- (Trescientos Mil 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América)
Tasa de Interés	Forma de pago de intereses
5,00%	El pago de intereses se realizara al vencimiento del Pagaré contra la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad emitido por la Entidad de Deposito de Valores de Bolivia S.A.
Tipo de Interés	Plazo de Colocación primaria de la Emisión
El tipo de interés será fijo para la presente emisión	180 (ciento ochenta) días calendario, computables a partir de la fecha de emisión
Valor Nominal	Forma y procedimiento de Colocación Primaria
1 000,00.- (Mil 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América)	Colocación Primaria Bursátil en la Bolsa Boliviana de Valores S.A.
Plazo de la Emisión	Agencia de Bolsa Estructuradora y Colocadora
270 (trescientos sesenta) días calendario a partir de la fecha de la emisión	BNB Valores

Fuente: Elaboración Propia

4.1.1 Tasa de interés

Se utilizara la emisión de Pagarés en Mesa de Negociación, ya que es el mecanismo ofrecido por la Bolsa Boliviana de Valores para que las PyMEs puedan obtener financiamiento.

Se ha tomado la decisión de emitir los Pagarés a un tasa del 5%, el cual representa un monto atractivo de inversión considerando las emisiones de otras PyMEs en mesa de negociación en la gestión del 2014 y 2015³.

El cálculo y la descripción de los costos en los que se incurre para la inscripción de pagarés bursátiles necesarios para financiar un proyecto se muestran en el siguiente cuadro. Se realizaron los cálculos para un margen de endeudamiento autorizado por \$us. 300.000 y una emisión por \$us. 250.000.

Cuadro No. 2
Costos de emisión de los Pagares Bursátiles sin calificación de riesgo
Expresados en \$us.

Descripción	Tarifa	Año 1
Inscripción RMV	0,080%	160
Mantenimiento RMV		0
Inscripción BBV	US\$200 + 0.05% s/Margen	350
Agente pagador		500
Publicaciones		1000
Registro y estructuración		5000
Colocación	0,23% s/Margen	690
Impresión de prospectos		0
Registro de Valores		15
Total costos anuales	715	
Costo Financiero		10000
Costo Total		17715
Tasa de emisión		5 %
Tasa efectiva		17,72%

Fuente: Elaboración propia en base a entrevista en la Bolsa Boliviana de Valores

³ Ver Anexo N° 4

Se debe considerar que a partir del segundo año no se pagan los costos de registro y estructuración. Esta disminución en el costo, implica a su vez, una disminución en la tasa efectiva a pagar por la empresa, reduciéndose así en el segundo año a 12,92%. Ventaja adicional que impulsaría a mantener la relación con este mecanismo de financiamiento. Comparativamente, los requisitos, que en su mayoría son realizados por la Agencia de Bolsa, y las garantías (quiropgrafarias o a sola firma), son menores por los exigidos por el sistema tradicional bancario, llegando a significar una alternativa de financiamiento atractiva para las medianas y pequeñas empresas.

4.2. Colocación de Valores

Caso práctico

A continuación se muestra el flujo de caja de una PyME a 5 años, que cumple con todos los requisitos y que pertenece al sector productivo. Para el análisis financiero se tomara en cuenta un crédito ofrecido por el Banco Bisa considerando la máxima tasa de interés fijada por la Ley de servicios Financieros para este sector que es del 6% para empresas medianas del sector productivo.

Calculo del Costo de Oportunidad

Para el cálculo del Costo de Oportunidad se utilizara el método WACC (Weighted Average Cost of Capital).

$$\text{CAPM} = K_f + \beta (K_m - K_f) + R_p$$

K _f	7% ⁴
K _m	11.37% ⁵
β	En Bolivia esta volatilidad no puede ser calculada por la informalidad de sus mercados, por lo que se decidió tomar una beta 1.50
R _p	5.37% ⁸
CAPM	18.93% (K _e)

Con financiamiento bancario:

⁴ BCB, Bono Navideño 2015.

⁵ ASWATH DAMODARAN. 2016. Anexo 7.

Ke: 18.93% D: 200.000 T: 25% E: 142.671 Kd: 6.82%

WACC= 10.87%

**Flujo de caja con financiamiento
(Sistema bancario)**

	0	1	2	3	4	5
+ Ingresos	0	1.433.620	1.502.434	1.574.551	1.498.722	1.650.129
- Costos Fijos	0	268.762	277.259	303.964	406.384	437.707
- Costos Variables	0	759.368	776.587	799.885	823.882	848.598
- Depreciaciones		20.736	20.736	20.736	20.736	20.736
- Intereses		12.000	9.600	7.200	4.800	3.000
= UTILIDAD BRUTA	0	372.754	418.252	442.766	242.920	340.088
- Impuestos (25%)		93.189	104.563	110.692	60.730	85.022
= UTILIDAD NETA	0	279.566	313.689	332.075	182.190	255.066
+ Depreciaciones		20.736	20.736	20.736	20.736	20.736
- Inversiones Fijas	543.118					
- Inversiones Diferidas	3.900					
- Aumento de Capital Trabajo	137.564	15.334	3.745	3.547	3.921	0
+ Valor Residual						53.980
+ Recuperación Capital Trabajo		0	0	0	0	164.111
+ Préstamo	200.000	0				
- Amortizaciones		40.000	40.000	40.000	40.000	40.000
= FLUJO NETO	-484.582	244.968	290.680	309.264	159.005	453.893

Cuadro de amortización

Periodo	Interes	Amortizacion	Cuota	Saldo
0				200000
1	12000	40000	52000	160000
2	9600	40000	49600	120000
3	7200	40000	47200	80000
4	4800	40000	44800	50000
5	3000	40000	43000	0

Para el cálculo del VAN (Valor Actual Neto) Y TIR (Tasa Interna de Retorno) se ha utilizado un costo de oportunidad del 10.87% .

TIR: 48.78%

VAN: 575952.16

Con emisión de pagarés:

Ke: 18.93% D: 200.000 T: 25% E: 142.671 Kd: 6.02%

WACC= 10.52%

**Flujo de caja con financiamiento
(Con emisión de pagarés)**

	0	1	2	3	4	5
+ Ingresos	0	1.433.620	1.502.434	1.574.551	1.498.722	1.650.129
- Costos Fijos	0	268.762	277.259	303.964	406.384	437.707
- Costos Variables	0	759.368	776.587	799.885	823.882	848.598
- Depreciaciones		20.736	20.736	20.736	20.736	20.736
- Intereses		35.440	0	0	0	0
= UTILIDAD BRUTA	0	349.314	427.852	449.966	247.720	343.088
- Impuestos (25%)		87.329	106.963	112.492	61.930	85.772
= UTILIDAD NETA	0	261.986	320.889	337.475	185.790	257.316
+ Depreciaciones		20.736	20.736	20.736	20.736	20.736
- Inversiones Fijas	543.118					
- Inversiones Diferidas	3.900					
- Aumento de Capital Trabajo	137.564	15.334	3.745	3.547	3.921	0
+ Valor Residual		0	0	0	0	53.980
+ Recuperación Capital Trabajo		0	0	0	0	164.111
+ Préstamo	200.000	0				
- Amortizaciones		200.000	0	0	0	0
= FLUJO NETO	-484.582	67.388	337.880	354.664	202.605	496.143

Cuadro de amortización

AÑO 1

Interes	35440
Amortizacion	200000
TOTAL	235440

Para el cálculo del VAN (Valor Actual Neto) Y TIR (Tasa Interna de Retorno) se ha utilizado un costo de oportunidad del 10.52% .

TIR: 40.86%

VAN: 550716.30

4.3. Análisis de los indicadores

Después de hacer la simulación de financiamiento a través del sistema bancario tradicional y la BBV se han obtenido los siguientes indicadores financieros:

En el caso del financiamiento a través del sistema bancario:

TIR: 48.78 %

VAN: 575952.16

En el caso del financiamiento a través de pagarés bursátiles:

TIR: 40.86 %

VAN: 550716.30

Se puede concluir entonces que el financiamiento a través de pagarés en mesa de negociación, el cual es un mecanismo de la Bolsa Boliviana de Valores para ayudar a las PyMEs a participar, es una buena alternativa de financiamiento comparada con el sistema bancario tradicional.

Conclusiones

Después de haber realizado la investigación y efectuado el trabajo de campo haciendo encuestas a un grupo de PyMEs que se encuentran desarrollando sus actividades en la ciudad de Cochabamba, y haber analizado la evolución financiera de las empresas de este sector que cotizan en la Bolsa Boliviana de Valores, se ha llegado a las siguientes conclusiones:

- La dificultad de acceso al financiamiento es uno de los obstáculos más importantes para que las PyMEs puedan desarrollarse.
- Gracias a la nueva ley de servicios financieros el sistema bancario nacional ofrece tasas de crédito más accesibles para las PyMEs, pero los requisitos y los plazos siguen siendo una dificultad para el acceso a los créditos.
- El 34% de las empresas encuestadas cumplen con el Índice PyME, ya que con sus niveles de Patrimonio, Ventas y Personal califican para emitir Pagarés en Mesa de Negociación.
- Mediante el análisis de la evolución financiera de las PyMEs que realizaron la Emisión de Títulos Valores, se puede concluir que, estas

empresas tuvieron beneficios considerables al realizar sus operaciones en la Bolsa Boliviana de Valores, obteniendo incrementos en su Patrimonio, Ingresos por ventas y Utilidad.

- Después de haber realizado el caso práctico de simulación se puede concluir que el mecanismo que ofrece la Bolsa Boliviana de Valores para las PyMEs mediante Mesa de Negociación para la emisión de Pagarés es una buena alternativa de financiamiento debido al interés y garantías que son menores a las exigidas por el sistema bancario tradicional.
- El financiamiento a través de la bolsa representa una alternativa con condiciones más favorables que el ofrecido por las fuentes tradicionales, debido a que se obtiene directamente de los inversionistas y las garantías exigidas son mucho menores.
- Se puede concluir que la Bolsa Boliviana de Valores representa una alternativa óptima de financiamiento para las empresas que cumplan con los requisitos y estén dentro del Índice PyME exigido por la institución para emitir Valores en Mesa de Negociación.

Recomendaciones

- Para poder promover la participación de las PyMEs en la Bolsa Boliviana de Valores, es necesaria la acción conjunta del Gobierno, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), La Bolsa Boliviana de Valores (BBV), las Agencias de Bolsa, La Cámara de la Pequeña Industria y Artesanía (CADEPIA) y las PyMEs que ya han emitido pagarés mediante el mecanismo Mesa de Negociación.
- Para poder cambiar la percepción de los inversionistas sobre las PyMEs, es necesario difundir datos sobre el grado de formalidad de las pequeñas y medianas empresas y su participación en la Bolsa Boliviana de Valores, para mostrar la potencialidad de este sector.
- Para incentivar a los empresarios de las PyMEs a formalizar sus negocios es necesaria la difusión de todas las ventajas y beneficios de optar por los mecanismos que ofrece la Bolsa Boliviana de Valores para obtener financiamiento.
- Es necesario acelerar por parte del gobierno la aprobación de políticas que sirvan como un incentivo y faciliten a las PyMEs su participación en el Mercado de Valores.

- Se necesitan mejorar la accesibilidad a información sobre las PyMEs en Bolivia para poder realizar más estudios, ya que existen muy pocos datos disponibles para poder realizar trabajos de investigación que estén enfocados como el presente trabajo en mejorar su situación.
- Si bien no es necesaria la calificación de riesgo para que una PyME pueda emitir en la Bolsa Boliviana de Valores, es altamente recomendable contar con esta, ya que es un indicador para la toma de decisiones de los inversionistas.

Referencias bibliográficas

- Apreda, R. (2006). *Mercado de Capitales, Administración de portafolios y Corporate Governance*. Buenos Aires.
- AUTORIDAD DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO (ASFI) (2013). Todo lo que necesita saber del Mercado de Valores. Bolivia.
- AUTORIDAD DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO (ASFI) (2015). Mesa de negociación. Bolivia.
- Barquero, J. y Huertas, F. (2000). *Manual de Banca, Finanzas y Seguros*. Barcelona.
- Barros, A. (2008). *Alternativa para el crecimiento para Argentina*. Argentina.
- BOLSA BOLIVIANA DE VALORES (2015). Como emitir Valores. En: <<https://www.bbv.com.bo/proced>>, fecha de consulta 05/05/15
- BOLSA BOLIVIANA DE VALORES (2014). Memoria anual. La Paz.
- BOLSA BOLIVIANA DE VALORES (2015). Mesa de Negociación PyME. En: <<https://www.bbv.com.bo/mesa>>, fecha de consulta 22/04/15
- BOLSA BOLIVIANA DE VALORES (2015). Metodología de estratificación empresarial PyME para el Mercado de Valores. Bolivia. BOLSA BOLIVIANA DE VALORES (2015). Temario y contenido del Programa de educación Bursátil. En: <<https://www.bbv.com.bo/temario1>>, fecha de consulta 13/04/15

- Cardozo, E. Velazques de Naime, Y. Rodríguez, C. (2012). *El concepto y la clasificación de PyME en América Latina*. Costa Rica.
- Cohen, M. y Baralla, G. (2012). *La situación de las PyMEs en América Latina*. Argentina.
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL) (2013). *Perspectivas económicas de América Latina*. Santiago.
- Ferraro, C. (2011). *Eliminando barreras: El financiamiento a las PyMEs en América Latina*.
- FUNDACION PARA LA PRODUCCION (FUNDAPRO) (2007). *Financiamiento de PyMEs a través del Mercado de Valores*. Bolivia.
- Gutiérrez, Marcelo (2008). *La Bolsa de Valores como alternativa para las pequeñas y medianas empresas de la ciudad de La Paz*. Tesis de licenciatura en Administración de Empresas, Universidad Católica Boliviana “San Pablo”, La Paz.
- Hernández, R. Fernández, C. Baptista, P. (1996). *Metodología de la investigación*. Mexico.
- Lambrópulos, E. (2006). *La Bolsa Boliviana de Valores*. Bolivia.
- Mankiw, G. (2006). *Principios de Economía*. Prentice Hall. Madrid.
- Martin, J. Trujillo, A. (2006). *Manual de mercados financieros*. España.
- OPINION (2013). Crecimiento de las PyMEs en la ciudad de Cochabamba. En: <http://www.opinion.com.bo/opinion/informe_especial/2013/1208/>, fecha de consulta 04/010/15
- PÁGINA SIETE (2014). Nueva ley da paso a 11 bancos múltiples y tres para las pyme. En: <<http://www.paginasiete.bo/economia/2014/3/12/nueva-paso-bancos-multiples-tres-para-pyme-16063.html>>, fecha de consulta 18/06/15
- Saldías, A. (2010). *Mercado de Valores y Bolsa de Valores*. La Paz.

SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES, VALORES Y SEGUROS (SPVS). (2005). Proyecto de Educación Bursátil. Editorial Asociación Boliviana de Agentes de Bolsa: La Paz.

SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES, VALORES Y SEGUROS (SPVS). (2005). Manuales del proyecto de Educación Bursátil. Editorial Asociación Boliviana de Agentes de Bolsa: La Paz.

Terrazas, R. (2015). *Metodología de la investigación*. Cochabamba.

Vázquez, J. (2012). *Dirección eficaz de PyMEs*. Barcelona.

Declaro explícitamente no tener conflicto de intereses con la Revista *Perspectivas*, con ningún miembro de su Comité Editorial, ni con su entidad editora, la Universidad Católica Boliviana “San Pablo”.

José Gonzalo Flores Villca (2018). “La Bolsa Boliviana de Valores como alternativa de financiamiento para las PyMEs de la ciudad de Cochabamba”. *Perspectivas*, Año 21 – N° 42 – noviembre 2018. pp. 71-96. Universidad Católica Boliviana “San Pablo”, Unidad Académica Regional Cochabamba. Clasificación G, G10, G21, G24.

Recepción: 25-06-2018
Aprobación: 18-08-2018