

**LUNA, Francisco Vidal. *El Papel de la Bolsa en la Capitalización de la Empresa Privada – El Caso Brasileño*. São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), 47 p. 1980.**

# **EL PAPEL DE LA BOLSA EN LA CAPITALIZACIÓN DE LA EMPRESA PRIVADA**

---

## **EL CASO BRASILEÑO**

trabajo presentado por la  
Bolsa de Valores de São Paulo  
en la VII asamblea general de la  
Federación Iberoamericana de  
bolsas de valores  
Santiago – Chile – noviembre 1980

**ELABORADO POR:  
FRANCISCO VIDAL LUNA**

**BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO**

## INTRODUCCIÓN

La creación y fortalecimiento de las Bolsas de Valores estuvo, históricamente, ligada a la función básica de esas instituciones, o sea, propiciar las condiciones necesarias para la transacción de activos en general. Como centros de negociación, las Bolsas representan, en verdad, formas de organización de los mercados existentes, dando mayor eficiencia a los mecanismos formadores de precios de los activos ahí transacionados.

En esencia, las Bolsas representan centros de liquidez del sistema económico. De un modo general, liquidez secundaria, pero que repercute directamente en la liquidez primaria de los activos.

En el caso brasileño, las Bolsas de Valores existen desde el siglo pasado. En el espacio de tiempo transcurrido desde entonces, se negociaron en sus pregones, los más variados tipos de activos, tales como: títulos de renta fija, acciones, divisas, metales, etc; retirados en su mayoría, de los pregones de las Bolsas.

En el final de la década del 60, se dió la configuración que se mantiene hasta el momento, acerca de los títulos transaccionados; en esa época dejaron de ser negociados en Bolsas los títulos de renta, tanto pública como privada (Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional e Letras de Cambio, principalmente). En lo referente a los títulos públicos, se formó un mercado, operado por teléfono, extrememente activo, que transacciona diariamente un importe centena de veces aquel negociado a través de las Bolsas del país. Acerca de los títulos privados, existe la posibilidad real de transaccionar debentures, sin embargo, hasta el momento, tal tipo de activo financiero, fue poco utilizado como fuente de recursos de las empresas. Situación que parece modificarse en la actualidad.

Hoy, las Bolsas están orientadas casi exclusivamente para el mercado accionario. De ese modo, a nuestro modo de ver, analizar el papel de las Bolsas representa, en verdad, el estudio del mercado primario. En países poco desarrollados, como es el nuestro, existe escasez de ahorros a largo plazo, lo que dificulta a las empresas privadas la obtención de los recursos financieros necesarios a las inversiones que deseen realizar. De esta forma, cabe al mercado de acciones un papel fundamental en la transferencia de tales ahorros para las empresas privadas bajo la forma de capital de riesgo, que debe complementar la forma más usual de capitalizarse, esto es, la reinversión de las ganancias.

A través de esa actuación, el mercado accionario favorece, no sólo la ampliación del nivel de inversiones del país, como también tiende a pulverizar la estructura de propiedad del sistema productivo. Esta es, una condición básica para la construcción de una nación políticamente más estable y socialmente más justa.

Es dentro del espíritu expuesto anteriormente que, pretendemos orientar el estudio sobre la función económica de las Bolsas de Valores, tomando como ejemplo la experiencia brasileña.

De esta forma, en la primera parte del trabajo presentamos un rápido panorama, acerca de la forma de estructuración del mercado de capitales en el país y su organización, en particular la actual configuración del mercado accionario. A continuación deseamos estudiar la actuación de los inversores institucionales en el mercado accionario, procurando analizar los cambios ocurridos en la canalización de sus recursos.

A continuación, analizaremos específicamente el mercado primario, intentando establecer alguna relación con la actuación de los inversores institucionales.

### **1. LA ESTRUCTURACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES**

La economía brasileña pasó, en los quince años posteriores a la post-guerra, por una fase de acelerado crecimiento, principalmente en su sector industrial. Ese crecimiento fue particularmente intenso en la segunda mitad de la década del cincuenta, cuando se

vivió un período de euforia desarrollista, tanto en lo que se refiere a la política de industrializaciones (implantado una importante industria de bienes de consumo durables y de equipos) bien como realizando grandes obras de infraestructura, en los más variados sectores de actividades. En ese período, el producto se expandió a tasas superiores a 8% (1957 a 1961) con el sector industrial liderando ese proceso, con tasas anuales superiores a 10%, contra menos de 6% en el sector agrícola.

Sin embargo, a medida que obteníanse tales resultados, generábanse graves distorsiones en el sector económico.

El Estado, imposibilitado de ampliar su ingreso tributario y de movilizar considerables recursos para inversiones, ampliaba sus déficits presupuestarios, que alcanzaron, 5% del PNB en los primeros años de la década del 60. No existía un Mercado de Capitales donde el Estado, o mismo la iniciativa privada, pudiera abastecerse de recursos para inversiones de mediano y largo plazo.

El país, convivía históricamente con altos niveles inflacionarios y una legislación que impedía la práctica de tasas de intereses superiores a 12% (Ley de la Usura). A pesar de los artificios creados para superar las limitaciones, se reducía la capacidad del Sistema Financiero de promocionar la transferencia voluntaria de recursos entre unidades deficitarias y su superavitarias, en concepto de ahorro e inversión. El sector privado recurría básicamente a la auto-financiación, capital externo y eventualmente, recursos públicos (estos escasos, pero ampliamente subsidiados); el Estado aprovechabase, principalmente del mecanismo emisor para financiarse.

Es dentro de este cuadro que se instituyó un nuevo gobierno en 1964. De inmediato, las autoridades gubernamentales buscaron crear las condiciones legales y operacionales que viabilizaran la efectiva implantación de un Mercado de Capitales.

En ese sentido, un punto fundamental fue proporcionar remuneración real a los ahorristas. El primer instrumento en ese sentido fue la Ley 4,357 del 16 de Julio de 1964, que creó las Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional, corregidas monetariamente en función de las variaciones a explicar la formación del actual Mercado de Capitales en el país, a pesar de la inflación haberse mantenido elevada a errática en el período.

La estructuración del Sistema Financiero se realizó, fundamentalmente a través de la Ley nº 4.595 (31.12.64) llamada Ley de La Reforma Bancaria. Esta Ley representó un completo cambio en la configuración del Sistema Financiero Nacional. A través de ella se crearon los órganos necesarios a la efectiva condición de la Política Monetaria, buscando evitar la superposición de funciones, entre los órganos creados en aquella época como el Consejo Monetario Nacional y el Banco Central, e instituciones ya existentes, tales el Banco del Brasil e el Banco Nacional de Desarrollo Económico.

Otra de las piezas fundamentales en la estructuración del Sistema Financiero fue la Ley del Mercado de Capitales (Ley nº 4.728 del 16.07.1965), que atribuyó al Consejo Monetario Nacional la disciplina del Mercado de Capitales y al Banco Central de Brasil su fiscalización. Se pretendía con ello, facilitar el acceso a las informaciones sobre los títulos y valores distribuidos en el mercado, bien como, a respecto de las sociedades que los emitían; se buscaba también evitar futuras manipulaciones del mercado y proporcionar igualdad a los inversores, por la fiscalización y reglamentación de las actividades de los profesionales del sector.

Se estableció, también, el sistema de distribución del mercado de títulos y valores mobiliarios, a ser constituido, fundamentalmente, por las Bolsas de Valores e Sociedades Corredoras, Sociedades Distribuidoras e Bancos de Inversión.

Paralelamente a tal reestructuración, se implantó un amplio sistema de estímulo al ahorro, tanto voluntario como obligatorio. El Decreto Ley 157, de 1967, por ejemplo, permitió que los contribuyentes del Impuesto a los Réditos retuviesen parte del impuesto a los réditos debido, bajo la forma de cuotas de inversión. Además, se permitieron innúmeros descuentos sobre la renta bruta de las personas para fines de cálculo de la renta imponible, en función de variadas aplicaciones en el Mercado de Capitales. Los más importantes fueron para los compradores de acciones en el mercado primario y secundario; para las colocaciones en títulos de la deuda y para las Cajas de Ahorro. Tales

incentivos cambiaron substancialmente a lo largo del tiempo, superponiéndose, en muchos casos, y prácticamente agotándose como instrumento de fortalecimiento del Mercado de Capitales.

Acerca de Ahorro obligatorio, se implantaron varios mecanismos, a través de los cuales, se “creaba” obligatoriamente, ahorro a largo plazo, quedando la gestión de los vultosos recursos así obtenidos, en las manos del Estado.

El primero de tales instrumentos fue el Fondo de Garantía del Tiempo de Servicio (FGTS); instituido en 1966 e formado por una contribución mensual de la empresa, en nombre de cada empleado, y correspondiente al 8% del salario pago; rinde 3% a.a. e más corrección monetaria y solamente puede ser retirado, por el empleado, en casos especiales, como despido del empleo, jubilación etc. La colocación básica de los recursos del FGTS viene siendo orientada, desde su implantación puesto en práctica por el gobierno.

En 1970, se crearon nuevos instrumentos de captación de ahorros Obligatorios: el Programa de Integración Social (PIS) e el Patrimonio del Servidor Público (PASEP); concebidos, el PIS como instrumento de participación de los trabajadores en los resultados de las empresas, y el PASEP como forma de participación del empleado público en los recursos administrados por las instituciones públicas. Los recursos de los fondos son dirigidos por el Banco Nacional de Desarrollo Económico, para inversiones de largo plazo.

La remuneración para los beneficiados, se compone, también, de 3% a.a. más corrección monetaria. Al final de 1976, dos importantes innovaciones ocurrieron, en la estructura presentada, alcanzando particularmente el mercado accionario.

Se reformuló, casi por completo, la legislación básica sobre Sociedades Anónimas, adaptándose a las condiciones de una economía inflacionaria, dando especial atención a las empresa abiertas. Se implantó, también, la Comisión de Valores Mobiliarios, que además de las nuevas funciones hasta entonces creadas, absorbió, en el área del Mercado de Capitales, las antiguas funciones del Banco Central del Brasil.

Las medidas nombradas anteriormente, persiguieron el objetivo de estructuración del mercado de capitales y fueron puestas en práctica en un período de acelerado crecimiento de la economía brasileña, surtieron innegables resultados, cambiando de forma radical la envergadura y la configuración del mercado financiero y de capitales. Restricto, al comienzo de la década del 60, a las operaciones nítidamente, depósitos bancarios al contado y a préstamos a corto plazo, el Sistema Financiero Nacional presenta, en la actualidad, una envergadura y sofisticación considerable para las dimensiones de nuestra economía. Cuantitativamente los activos financieros, que a mediados de la década del 60 completaban menos de 30% del PNB, hoy ultrapasan la marca de los 50%.

Veamos algunos números. El flujo anual de ahorro financiero bruto, que alcanzaba cerca de US\$ 7.000 millones en 1964, ultrapasan la marca de los US\$ 57.000 millones en 1979, o sea, un crecimiento del orden de 700 % en 14 años. Además de esa expansión significativa, verificamos un radical cambio en la composición de los activos.

Mientras que en 1964, 68,2% del flujo correspondía a los Haberes Monetarios, contra apenas 8,3% de Haberes no Monetarios, en 1979 la situación se alteró radicalmente pues los primeros participaban con tan sólo 22,3%, contra 39,3% del último. Además en este último año, el ahorro obligatorio, no existente anteriormente, participaba con 19,4% en el flujo del ahorro financiero.

Las emisiones de acciones presentan una relativa retracción, 24,1% (1964) contra 15,9% (1979) y el sector externo pasó de una salida neta de ahorro en 1964 (en parte por las condiciones políticas de aquel año) a una participación de cerca de 1,3% en el flujo total del ahorro financiero en el año de 1979 (ver tabla 1).

Cuanto al saldo de los principales Haberes Financieros nótase comportamiento similar. El saldo, al final de 1964 alcanzaba el monto de US\$ 11.600 millones, mientras que, al término del año de 1979, tal saldo alcanzaba US\$ 91.800 millones. De este último importe, 33,2% correspondía a los Haberes Monetarios y 66,8% a los Haberes no

Monetarios. Dentro estos últimos, los activos más representativos corresponden a los Títulos Públicos (20,7%), a los Depósitos de Ahorro (20,5%) y a los Depósitos a Plazo Fijo (14,3%). En 1964, por otro lado, los Haberes no Monetarios presentaban franco predominio, con (92,0%), cabiendo a los Haberes Monetarios, tan sólo 8,0% del saldo acumulado. Las letras de cambio, con 4,2% constituían, en 1964, el activo financiero más representativo, viniendo, a seguir, los Depósitos a Plazo Fijo (2,5%) y los Títulos Públicos, con 1,3% (Ver tabla 2).

**TABLA – 01**

**AHORRO FINANCIERO BRUTO NACIONAL  
FLUJO ANNUAL – EN MILLONES DE CRUCEIROS**

DISCRIMINACIÓN	1964		1979	
	Valor	%	Valor	%
Haberes Financieros				
- Haberes Monetarios	2.261	68,2	353.168	22,3
- Haberss No Monetarios	274	8,3	622.248	39,3
- Públicos	213	6,4	431.427	27,3
- Privados	61	1,8	190.821	12,1
Ahorro Obligatorio	-	-	307.284	19,4
- FGTS	-	-	140.935	8,9
- PIS	-	-	113.484	7,2
- PASEP	-	-	52.865	3,3
Fondos Mutuales/Fiscales Y Aseguradoras	44	1,3	28.236	1,8
Emisiones de Acciones	797	24,1	251.464	15,9
- Colocaciones Públicas	-	-	10.957	0,7
- Otras en Dinero	454	13,7	58.265	3,7
- Reservas	343	10,4	182.242	11,5
Ahorro Financiero Bruto Interno	3.376	101,9	1.562.400	98,7
Ahorro Financiero Bruto Externo	(62)	(1,9)	19.655	1,3
Total Ahorro Financiero				
- Cr\$ Nominales	3.314	-	1.582.055	-
- Cr\$ Precios de 1979	189.660	-	1.582.055	-
- US\$ Promedio 1979	6.912	-	57.655	-

Fuente: Banco Central Del Brasil

**TABLA 2****PRINCIPALES HABERES FINANCIEROS  
SALDO – EN MILLONES DE CRUCEIROS**

DISCRIMINACIÓN	1964		1979	
	Valor	%	Valor	%
Haberes Monetarios (a)	5.037	92,0	836.253	33,2
Haberes No Monetarios (b)	443	8,0	1.683.748	66,8
Depósitos de Ahorro	-	-	516.843	20,5
Depósito a Plazo Fijo	140	2,5	361.562	14,3
Letras de Cambio	230	4,2	186.684	7,4
Letras Inmobiliarias	-	-	12.130	0,5
Títulos Públicos	73	1,3	521.528	20,7
Total Nominal (a+b)	5.530	100,00	2.520.006	100,00
Total Precios de 1979	318.735		2.520.006	
Total US\$ Promedio 1979	11.616		91.837	

Fuente: Banco Central Del Brasil

## 2. EL MERCADO DE ACCIONES

La estructuración del mercado de acciones en el país, se dió paralelamente a la organización del mercado de capitales, ya discutida. En líneas generales, las medidas más importantes fueron:

- Redefinición de la estructura jurídica de las Bolsas de Valores, dándoles autonomía administrativa, financiera y patrimonial (Ley 4.728 y Resolución 39). Las Bolsas, hasta entonces órganos ligados a la administración pública, tornáronse asociones civiles, sin fines de lucros. La legislación, dió a las Bolsas, inclusive, la competencia de auto-regulación del mercado, controlando las operaciones y fiscalizando los agentes intermediarios.
- Se crearon por las mismas normas legales, las Sociedades Corredoras, constituidas preferencialmente por los antiguos corredores de fondos públicos, a los cuales competía, hasta entonces el papel de, intermediario en las negociaciones en la Bolsa. La casi totalidad de los corredores de fondos públicos, constituyeron Sociedades Corredoras; además de ellos, se autorizó la formación de un cierto número de otras Sociedades Corredoras, desde que adquiriesen un título patrimonial de alguna de las Bolsas existentes; y cumpliesen con los requisitos para ingresar como miembro. Por ejemplo, en San Pablo e las 134 Sociedades, Corredoras hasta entonces creadas, 45 provenían de corredores de fondos públicos.
- Aunque sin la posibilidad de realizar operaciones en el pregón se dió a los Bancos de Inversión y Sociedades Distribuidoras, dos tipos de instituciones financieras hasta entonces creadas, el poder legal de también operar en el sistema de distribución de Títulos y Valores Mobiliarios.
- Además de las funciones auto-reguladoras de las Bolsas, le cupo al Banco Central del Brasil, a través de su Dirección de Mercado de Capitales, la fiscalización y el control del mercado accionario. La mayoría de esas funciones fueron transferidas en los últimos años, para la Comisión de Valores Mobiliarios, creados en 1976 (Ley 6.385).

- Se estipularon reglas obligando el registro previo, en el Banco Central del Brasil, de las empresas emisoras de los títulos y valores mobiliarios a ser transaccionados en las Bolsas de Valores en el sistema de intermediación hasta entonces creados (Resolución 88/1969).
- Se crearon los fondos fideicomisarios de inversión, que, como veremos, tuvieron gran peso en el desarrollo posterior del mercado (Decreto Ley nº 157/1967).

Durante los últimos años de la década del 60, surgieron varias normas que se reflejaron positivamente en el desempeño del mercado de acciones; como ejemplo podemos citar, la posibilidad de las empresas distribuir acciones, sin tributación y la autorización para que las compañías corrijan monetariamente su capital circulante.

La estructuración del mercado, los estímulos del DL.157, y las medidas cuanto a la tributación en las empresas, bien como, la excelente performance de la economía brasileña, a partir de 1969, proporcionaron en aquella oportunidad, un crecimiento acelerado, en el mercado que se transformaría en una fase de euforia especuladora en el período 1971/72.

En esos años, el mercado accionario, hasta entonces prácticamente desconocido del gran público, atraía inversores de todas las fajas, sea en operaciones directas, como a través de los fondos mutuales e impositivos de inversiones. El movimiento bursátil, extremadamente reducido hasta 1968, alcanzó en el año de 1971, el expresivo monto de US\$ 4.900 millones, los fondos mutuales de inversión, insignificantes tres años antes, sumaban en 1971, un patrimonio neto de US\$ 800 millones; el mercado primario de acciones, prácticamente inexistente hasta 1967, proporcionó en 1972, un volumen de colocaciones públicas de acciones del orden de US\$ 221 millones.

Después de este período de euforia, hubo una larga fase de reajuste del mercado, durante la cual ocurrió el alejamiento del inversor individual, y la gradual supremacía del inversor institucional, característica actual del mercado de acciones en el Brasil.

Apesar de las innegables dificultades por las cuales pasó el mercado de acciones durante esa larga fase de retracción, fue en ese período que, el mercado de acciones obtuvo madurez y una estructura técnica, operativa y ética que le da, actualmente, confiabilidad y transparencia.

Hoy existen en el Brasil once Bolsas de Valores, siendo que las dos mayores dividen entre sí, aproximadamente 95% del movimiento, que alcanzó US\$ 3.397 millones en 1979. Esas Bolsas poseen hoy un patrimonio considerable, y cuentan con una sólida infraestructura técnica y operativa, que les permite realizar satisfactoriamente su finalidad básica de centros de negociación y de información, como también sus importantes funciones autoregulatorias.

Las empresas abiertas registradas en la Bolsa, suman 595 empresas. Para que se tenga una idea de la composición de los negocios en Bolsa y del perfil de las empresas registradas, vamos a presentar algunos números referentes a la Bolsa de Valores de San Pablo.

- a) Al 31 de diciembre de 1979, existían 404 empresas registradas en la B.V.S.P., y su capitalización bursátil, a precios de mercado, alcanzaba US\$ 13.369 millones, de los cuales, las empresas estatales representaban el 58% y las empresas privadas el 42%.
- b) Cuanto al capital, esas empresas presentan la siguiente configuración:
  - 229 empresas con capital inferior a US\$ 7,0 millones
  - 108 empresas con capital comprendido entre US\$ 7,0 millones y US\$ 23,0 millones.
  - 67 empresas con capital superior a US\$ 23,0 millones.
- c) Cuanto al ramo de actividad, la división es la siguiente:
  - sector industrial: 266 empresas, de las cuales 236 son representativas de la industria de transformación.
  - Sector comercial: 35 compañías

- Sector de servicios: 75 empresas, de las cuales 54 son instituciones financieras y 21 son compañías de servicios de utilidad pública.
- d) A respecto del tipo de control de capital, encontramos, 328 empresas privadas nacionales, 47 compañías extranjeras y 29 empresas estatales.
- e) Cuando segmentamos el valor negociado, por sector de actividad de la empresa emisora, se verifica el elevado peso relativo del sector de transformación, con 68,35%. En este sector, se destacan el sub-sector Metalúrgico (11,98%), el Químico que incluye Petrobras (9,19%) y el Textil (8,58%). Otro sector de actividad, bastante significativo es el de Servicios (18,85%), en el cual se destacan los intermediarios Financieros con (14,09%); El comercio, por otro lado, contribuye con 4,52% de volumen transaccionado (Ver tabla 3).
- f) El período 1972/1977, como vimos, presentó una fase de prolongada retracción del mercado secundario de acciones. En ese período, se verificó una significativa concentración de los negocios, en acciones de algunas compañías de larga tradición, en el mercado en particular empresas estatales. De un porcentaje superior a 65% del valor transaccionado en 1975, las acciones de esas compañías tuvieron su participación relativa reducida a 55,5% en 1976, 43,7% en 1971, 34,0% en 1978 y se situó en apenas 16,4%.  
Esa pérdida de posición relativa fue proporcionalmente absorbida por las empresas nacionales, en particular las financieras. En el conjunto, las acciones de las empresas privadas nacionales, pasaron de 20% en 1975 a 49,4% en 1978 y 64,9 en 1979. Si tomamos, entre las empresas privadas nacionales, las no financiera, vemos que su participación aislada pasó de 14,6% en 1975 a 42,1% en 1978 y 55,6% en 1979, a demostrar ser este el segmento mas importante del mercado paulista en la actualidad. Con respecto a las compañías controladas por capital extranjero, después de una relativa caída ocurrida entre 1974 y 1975 (20% a 14,2%), se dió un ligero aumento de su posición en los dos últimos años y alcanzó 18,7% en 1979 (Ver tabla 4).

**TABLA - 03**

**NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO – POR SECTOR DE ACTIVIDAD**

SECTOR	PARTICIPACIÓN DEL VALOR NEGOCIADO
Industria	73,3
- Industria de Construcción Civil	2,4
- Industria de Extracción de Minerales	2,5
- Industria de Transformación	68,3
- Metalúrgica	12,0
- Química	9,2
- Alimentos, Bebidas, Tabaco	8,8
- Textil, Artefactos de Tejido y Vestido	8,6
- Material de Transporte	6,2
- Otros	23,5
Comercio	4,5
Servicios	18,9
- Intermediarios Financieros	14,1
- Utilidad Pública	4,8
Otros	3,3

**TABLA – 04**

**PARTICIPACIÓN EN LOS NEGOCIOS EN LA BVSP  
(%)**

Años	Estatales	Extranjeras	Privadas Nacionales		
			Financieras	N/Financieras	Total
1974	49,4	20,7	6,3	23,5	29,8
1975	65,8	14,2	5,4	14,6	20,0
1976	55,5	15,4	7,2	22,0	29,2
1977	43,7	16,7	6,3	33,4	39,7
1978	34,0	16,6	7,3	42,1	49,4
1979	16,4	18,7	9,3	55,6	64,9

g) Paralelamente al apuntado fortalecimiento de la empresa privada nacional, se dió también, una beneficiosa desconcentración del mercado accionario. Si tomamos la acción más negociada, se verifica que su peso relativo se redujo de niveles superiores a 20% en 1976 y 1977, a 17,4% en 1978 y a apenas 5,8% en 1979.

Si consideramos las diez más representativas, notamos un proceso semejante: de 52,5% en 1977, su peso relativo se limitó a 41,5% en 1978, y alcanzó tan sólo 26,5%, en el período de Enero/Diciembre de 1979 (ver Tabla 5).

h) El proceso de aumento en la negociación de las acciones representativas de las empresas privadas, se reflejó en la propia lucratividad relativa de las acciones. Tomándose una muestra de aproximadamente cien acciones transaccionadas en la B.V.S.P. en el período de 1971 a 1980, se verifica de inmediato una significativa diferencia en la lucratividad promedio de los segmentos considerados. En el primer período considerado, esto es 1971/1975, tuvieron predominio las acciones representativas de las empresas, estatales y extranjeras que obtuvieron un promedio de lucratividad acumulado de, respectivamente, 196,9% y 238,8%; las empresas privadas nacionales alcanzaron tasas bastante inferiores a la inflación acumulada que fue de 197,9%.

Tal situación se modificó radicalmente en el período 1976/1980. En esta fase, las acciones más lucrativas fueron las emitidas por las empresas privadas nacionales no financieras, 1789,1% acompañadas de cerca por las acciones de las compañías nacionales del sector financiero (1579,9%).

A respecto de las acciones de las empresas extranjeras, verificamos un desempeño inferior a las empresas privadas, pero aún bastante favorable (1152,8%).

Las acciones de las empresas estatales tuvieron el peor desempeño (715,6%), poco superior a la inflación acumulada en el período que se situó en 624,7% (Ver Tabla 6).

**Tabla – 05**

**PARTICIPACIÓN SOBRE EL VALOR NEGOCIADO – BVSP  
(POR ACCIÓN)**

Año	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Mayor	17,4	28,7	20,0	16,2	17,4	5,8
5 mayores	53,8	65,8	52,6	41,0	33,5	17,8
10 mayores	63,1	73,5	61,5	52,5	41,5	26,5
20 mayores	71,2	79,7	70,6	63,6	53,0	38,8
50 mayores	82,1	88,6	83,8	81,3	72,0	62,3
100 mayores	89,8	94,0	91,6	90,7	85,1	80,0

**TABLA – 06**

**TASA PROMEDIO DE LUCRATIVIDAD (ACUMULADA EN EL PERÍODO)\***

	Período 1971/1975 (%)	Período 1976/Junio 1980 (%)
Estatales	196,9	715,6
Extranjeras	238,8	1.152,8
Privadas Nacionales		
- Financieras	91,7	1.579,9
- No Financiera	162,7	1.789,1
Inflación	177,9	623,7

(\*) Promedio Simple

### **3. INVERSORES INSTITUCIONALES**

Como fue visto, el mercado de capitales en el país, fue estructurado, fundamentalmente, a partir de 1965 cuando se implantó no sólo la estructura legal que lo hizo viable, como también se instituyó un amplio sistema de incentivos con el objetivo de fortalecerlo. En lo que se refiere al mercado de acciones, el estímulo más importante fue, sin duda, el Decreto Ley nº 157 de 1967, que creó los llamados fondos impositivos de inversión.

El DL.157 surgió en un momento extremadamente difícil para las empresas en general, que sufrían los efectos de la fuerte recesión por la cual pasaba el país. Con tal Decreto, el gobierno tenía la intención de abastecer las empresas con capital circulante, y simultáneamente, desarrollar en los fondos impositivos puede ser resumida de la siguiente forma:

- se permitía a las personas contribuyentes del impuesto a los réditos, a descontar 10% del impuesto adeudado, siempre que adquiriesen “certificados de compra de acciones”. Las personas jurídicas también fueron inicialmente beneficiadas con la

- posibilidad de descontar hasta 5% del impuesto adeudado, para efectuar tal tipo de inversión, sin embargo, poco después fueron excluidas de tal incentivo.
- Las instituciones financieras, aptas para operar en el mercado de capitales, podían vender tales certificados, debiendo colocar el monto arrecaudado, en la composición de una cartera diversificada, compuesta de acciones y debentures convertibles en acciones. Tales títulos debían ser obtenidos en el mercado primario, o sea, directamente via emisión de la empresa.
  - Las empresas, para poder beneficiarse de tales recursos, debían colocarlos, integralmente, en el capital circulante, aumentando así la proporción del pasivo no exigible en relación al exigible.
  - Se obligaba también al accionista majoritario, a suscribir como mínimo 20% de la emisión, o sino, las empresas debían enajenar inmuebles por valor de, como mínimo, 15% del capital social.

Como se verifica, uno de los objetivos básicos del DL.157, en su versión original, residía en la capitalización de la empresa privada, orientando los recursos de los fondos impositivos para el mercado primario de acciones. Sin embargo, tal filosofía sufrió, a lo largo de los años, innúmeros cambios de rumbo, ya sea ampliando la porción de los recursos destinados al mercado primario, sea beneficiando particularmente el mercado secundario. Las propias características de las empresas, aptas a beneficiarse de tales recursos, varió a lo largo de los años, como también el plazo de indisponibilidad para los colocadores. Solamente a partir de 1974 se obtuvo una relativa estabilidad en los objetivos de los fondos impositivos. Esencialmente, los objetivos predominantes desde entonces, pueden ser resumidos de la siguiente forma:

- fortalecimiento de la empresa privada nacional, a través de la capitalización o del débito a largo plazo;
- Desarrollo del mercado de capitales, como instrumento eficaz de asienacion de ahorros, de capitalización de las empresas y de dispersión de la propiedad;
- educación de los individuos acerca de la inversión en acciones.

En ese sentido, hoy los fondos impositivos pueden ser colocados indistintamente en el mercado primario y o secundario. Sin embargo, por lo menos 80% de sus carteras deben estar colocadas en acciones o debentures, emitidos por compañías abiertas bajo control de capitales privados nacionales.

La orientación seguida a partir de 1974 por tales fondos, buscando fortalecer la empresa privada nacional, sirvió de base para la reformulación de las reglas de colocación de nuevos inversores institucionales que surgieron a partir de 1975, a saber: las compañías aseguradoras, los fondos de seguridad privada (fondos de pensión y sociedades de socorros mútuos) y las sociedades de inversión (con recursos captados del exterior).

Además de los inversores institucionales citados, todos con características de inversión obligatoria, existen los llamados fondos mútuos de inversión, destinados a la colocación en el mercado accionario pero de ingreso y retiro voluntario.

### **3.1. PERFIL ACTUAL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES**

#### **3.1.1. Fondos impositivos de inversión**

Las personas contribuyentes del Impuesto a los Rédditos, pueden reducir un porcentaje, que varía de 12 a 24%, de su impuesto a pagar (tasa inversamente proporcional a la renta bruta), y aplicarlo en la compra de cuotas de los fondos impositivos de inversión.

La administración de tales fondos puede ser ejercida tanto por Bancos de Inversión, como Sociedades Corredoras, pero en la práctica, los primeros fueron absorbiendo la casi totalidad de los fondos hoy existentes.

Los recursos obtenidos de tales fondos deben ser colocados en la composición de una cartera diversificada de acciones, de empresas abiertas, o de debentures convertibles en acciones. Tal cartera debe seguir normas rigurosas de colocación, que pueden ser resumidas como sigue:

- a) Del valor del fondo, como mínimo 80% deberá estar colocado en acciones de compañías abiertas, controladas por capitales privados nacionales adquiridos por subscripción, o en la Bolsa de Valores.
- b) El monto de colocaciones en valores mobiliarios de emisión de una única compañía no podrá exceder el 4% del total de las colocaciones del fondo.
- c) No podrá haber participación en acciones de cualquier compañía por un monto superior al 10% del capital votante o del capital social.
- d) El promedio de las colocaciones por empresas no podrá exceder el 2,5% del valor total de las colocaciones del fondo. El saque de los recursos por parte de los inversores, puede ser hecho en dos etapas, a saber, la mitad después de transcurridos cinco años de la efectiva inversión y el saldo, a partir del sexto año.

Por el volumen y constancia de su flujo de recursos, los fondos impositivos se constituyeron en los más representativos inversores del mercado de acciones del país, en particular, a partir de la crisis especuladora de 1971/1972, que alejó una porción significativa de los inversores particulares del mercado. Siendo la inversión efectuada con deducciones al impuesto a los réditos, e por consiguiente no representando un desembolso efectivo del participante, el flujo de recursos que se dirige a tales fondos depende de la estructura de incentivos impositivos y no de los retornos presentados.

De esta forma, desde su implantación, se inyectó por este sistema, un volumen de recursos del orden de US\$ 1.334 millones, alcanzando hoy, el patrimonio consolidado de tales fondos, el monto de US\$ 1.412 millones.

Uno de los problemas más serios del sistema de fondos impositivos es la concentración de los recursos de esos fondos en las manos de un reducido número de instituciones administradoras que, debido a su envergadura relativa, pueden ejercer gran interferencia sobre el desempeño del mercado. La concentración verificada viola una de las reglas básicas para el eficiente funcionamiento del mercado, o sea, la pulverización de los centros de decisión.

Para que se tenga una idea del grado de concentración, basta recordar que al final de 1979, los tres mayores fondos controlaban un patrimonio total de US\$ 692 millones, lo que representa 49% del valor acumulado de los fondos. Se tomásemos los diez mayores, tal participación alcanzaba 79% (Ver TabLa 7).

**TABLA – 07**

**FONDOS IMPOSITIVOS DE INVERSIÓN**

	Flujo en el año 1979		Saldos hasta el 31.12.79	
	CR\$ millones	US\$ millones (tasa promedio de 1979)	CR\$ millones	US\$ millones
1. Valores liberados por el Tesoro	8340	310,9	19.468	1.334 (1)
2. Colocaciones netas en Bolsa	2811	104,8		
3. Operaciones en Bolsa				
- compra	11.461	427,40		
- venta	8.652	322,6		
- compras mas ventas	20.113	750,0		
4. Suscripción en acciones	2.108	78,6		
5. Patrimonio neto				
- total			37.366	1.412 (2)
- 3 mayores			18.545	692 (2)
- 10 mayores			29.874	1.114 (2)

(1) computado con la tasa promedio del dólar de cada año  
 (2) considerada la tasa promedio de 1979

**3.1.2 . Compañías Aseguradoras**

Hace mucho que existen normas reglamentando la colocación de las reservas técnicas de las compañías aseguradoras; sin embargo, solamente a partir de 1975 (Resoluciones 388 y 371) se obligó a destinar una porción significativa de tales recursos para el mercado accionario.

Así, de las reservas técnicas no comprometidas, constituídas como garantía de su operaciones, tales empresas deben colocar, 30% como mínimo, en acciones, debentures o debentures convertibles en acciones, de emisión de empresas abiertas, adquiridas por suscripción o en mercado secundario. De tales colocaciones, por lo menos el 50% debeas ignorarse en títulos de empresas controladas por capitales privados nacionales.

Las reservas técnicas comprometidas, opcionalmente, también pueden ser colocadas en acciones o debentures convertibles en acciones de emisión de empresas abiertas. En este caso, se establece un límite máximo de 25% del monto total de las reservas.

A las inversiones en acciones, de un modo general, se le imponen reglas de diversificación de la cartera, que pueden ser así resumidas:

- a) no podrá haber concentración superior al 10% del monto de las colocaciones, en títulos de una misma empresa.
- b) No podrá haber participación en acciones de cualquier empresa, en monto superior al 10% del capital votante, o al 20% del capital social.
- c) a las sociedades aseguradoras les es prohibido colocar recursos de las reservas técnicas, en acciones o debentures convertibles de su propia emisión, o de empresas asociadas.

Como inversoras en el mercado accionario, las sociedades aseguradoras pueden ser consideradas aún de pequeña envergadura, pues detentaban en Septiembre de 1979, una cartera de acciones y debentures del orden de US\$ 240 millones. Sin embargo,

representa un segmento de la economía en acelerado crecimiento, y presenta como característica importante, la constancia de los flujos y la pulverización de las órdenes entre cerca de una centena de sociedades aseguradoras; casi en su totalidad, empresas privadas (Ver Tabla 8).

### 3.1.3. Fondos de Seguridad Privada

Recientemente, a través de la Ley 6.435 (15.07.77) y de la Resolución 460 (23.02.78), se reglamentaron las entidades de Seguridad Privada Complementarias. Aunque existían anteriormente instituciones con tal finalidad, solamente con la actual legislación se dió mayor control a sus operaciones.

Su actuación sujétase, básicamente, a la complementariedad de la seguridad social mantenida por el Estado, que alcanza la casi totalidad de las personas asignadas al mercado formal de trabajo. La participación en el sistema oficial es obligatoria y para mantenerlo, empleados y empleadores contribuyen, cada uno con un porcentaje del 8% sobre los salarios, hasta el límite de veinte salarios mínimos mensuales (US\$ 1633).

Una vez jubilado, por tiempo de servicio, edad o invalidez, el contribuyente, o sus dependientes, reciben una pensión proporcional a los salarios recibidos en los últimos años de contribución, pero con un límite máximo de veinte salarios mínimos. Para las fajas de menor salario el sistema de seguridad oficial es bastante satisfactorio, pues, una vez jubilado, el trabajador mantiene una remuneración próxima a la de su salario en actividad.

**TABLA – 08**

#### **SOCIEDADES ASEGURADORAS – COLOCACIONES DE LAS RESERVAS TÉCNICAS (millones – saldo al final del periodo)**

	Títulos Renda Fija		Acciones y Debentures		Inmuebles		Total (**)	
	Cr\$	US\$ (*)	Cr\$	US\$ (*)	Cr\$	US\$ (*)	Cr\$	Us\$ (*)
Septiembre 1977	9107	576,6	3689	262,4	4505	320,4	17.190	1222,6
Septiembre 1978	9706	539,8	5027	279,6	5328	296,4	21.407	1190,7
Septiembre 1979	10.414	390,4	6401	239,9	5849	219,3	24.326	911,9

(\*) Tasa Cambial, el promedio del año correspondiente

(\*\*) Además de Títulos de Renta Fija, acciones y debentures e inmuebles, en el total se consideran "otras colocaciones" no integradas en esos ítems.

Sin embargo, para los asalariados con altas remuneraciones, la pensión Recibida en la jubilación, representa normalmente, una disminución significativa del nivel de renta, tanto mayor cuanto más el salario de distancia de los veinte salarios mínimos mensuales.

Así, la finalidad de las entidades de previsión complementaria es la de dar mayor equilibrio a los ingresos de los asalariados, después de su jubilación, particularmente a los individuos que reciben mayores salarios.

Para satisfacer tal demanda, por complementación de previsión, existen dos tipos diferentes de fondos:

- Llamados “fondos de pensión”, que constituyen entidades cerradas, mantenidas y dirigidas a nivel de cada empresa individualmente u ocasionalmente, por un pool de empresas.
- Los llamados “Montepios, que representan fondos abiertos, de participación individual e independiente de empresas específicas.

En los dos casos, la orientación de las recientes legislaciones, fue en el sentido de obligar a una diversificación de la cartera constituida por las reservas técnicas, exigiéndose que una porción significativa fuera colocada en acciones y debentures. En la medida en que las reservas a ser administradas por tales fondos debían alcanzar montos extremadamente elevados, y que se caracterizaban por la propia finalidad, en ahorros exigibles solamente a largo plazo, el gobierno pretendió, al reglamentar su aplicación, no sólo garantizar la obtención de tasas de retorno mínimos, necesarias a la atención de los compromisos con los participantes como también asegurar que tales ahorros se canalizasen para los sectores de la economía considerados prioritarios, bajo un enfoque de largo plazo, esto es el Estado buscó vincular la actividad inversora a los intereses mayores de política económica.

## **FONDOS DE PENSIÓN**

Se constituyen en entidades cerradas de seguridad complementaria, esto es, son constituidos a nivel de una determinada empresa (o grupo de empresas) con contribuciones tanto de los asalariados como de compañías, en proporciones a ser determinadas en la constitución del fondo. La legislación da a tales entidades relativa flexibilidad en la determinación de los beneficios ofrecidos a los contribuyentes y lógicamente, los costos de tales planes dependerán del nivel de los beneficios. De un modo general, los planes ofrecen en la jubilación, el complemento de los rendimientos obtenidos en la seguridad oficial hasta alcanzar el salario base en actividad y tal complemento será mayor, cuanto más elevado sea el salario correspondiente en relación a la contribución máxima de veinte salarios mínimos.

De esta forma, los individuos de altos salarios mensuales son los más atraídos por los planes; por el contrario, el porcentaje del salario a ser pago por tales personas es mayor de aquél adeudado por individuos de bajos salarios, que demandarán, cuando estén jubilados un reducido complemento.

Grosso modo, un plan de ese tipo cuesta de 10 a 15% de la economía, y sólo se torna atrayente para los asalariados, cuando alguna proporción de tal onus es asumido por la empresa.

Sin embargo, eso desembocó en una situación anómala, esto es, que la gran mayoría de las entidades que se constituyeron estaban vinculadas a órganos públicos o empresas estatales, siendo aún reducido el número de empresas privadas que decidieron asumir el encargo de un plan de previsión.

Jurídicamente, las entidades son constituidas en la forma de fundaciones, autónomas en relación a la empresa, pero con la responsabilidad de ésta. Los recursos oriundos de las contribuciones, autónomas en relación a la empresa, pero con la responsabilidad de ésta. Los recursos oriundos de las contribuciones de las empresas y de los asalariados, deben constituir reservas calculadas actuarialmente, de forma tal de poder atender, en el futuro, los beneficios ofrecidos.

La legislación referente a tales fondos determinó normas a ser seguidas cuanto a la colocación de tales reservas, que deben asignarse, en activos tales como: títulos de

deuda pública, acciones y debentures, activos financieros de emisión de instituciones financieras, inmuebles y préstamos a los participantes.

- a) Por lo menos 75% de las colocaciones debe estar representada por títulos e emisión de compañías abiertas controladas por capitales privados nacionales.
- b) Queda prohibido a las entidades, colocar tales recursos, en acciones o debentures de emisión o coobligación de la empresa patrocinadora, o de compañía asociadas.
- c) No podrá haber concentración superior al 20% del valor de las reservas técnicas en acciones de emisión de la misma compañía.
- d) No podrá haber concentración superior a 4% del valor de las reservas técnicas en las inversiones en debentures de emisión de la misma compañía.
- e) No podrá haber participación en acciones de cualquier compañía por un monto superior al 10% del capital votante ou del capital total.
- f) No podrá haber concentración superior al 10% del valor de las reservas técnicas, no comprometidas en cuotas del mismo fondo de inversión.

En los últimos dos años, se creó un gran número de fondos de pensión y algunos que ya existían, se adaptaron a las normas legales vigentes. De esta forma, hoy existen constituidos o en fase final de constitución, más de cien fundaciones de seguridad. Para tener una idea de la estructura de tales instituciones veamos algunos números disponibles, referentes a Junio de 1979.

En aquella fecha estaban aprobadas 57 fundaciones (con 53 en trámite). Las entidades aprobadas representaban un patrimonio global de US\$ 1,3 millones y sus reservas alcanzaban US\$ 1,2 mil millones (Ver Tabla 9). De esta última cifra, 96,7% representaban reservas pertenecientes a funciones patrocinadas por órganos o empresas estatales (Ver Tabla 10). Hoy el patrimonio global debe ser superior a US\$ 2 mil millones.

### **“MONTEPIOS”**

Representan organizaciones de seguridad privada abiertas, de participación individual e independiente de las empresas empleadoras. Al contrario de los fondos de pensión, tales entidades ya existían en gran número, algunas de las cuales muy antiguas y de gran envergadura. Con la nueva reglamentación decretada a partir de 1977, se amplió el grado de fiscalización y de control de sus operaciones. Lo que está exigiendo una adaptación profunda en la mayoría de las Sociedades de Socorro Mutuo existentes. Muchas probablemente cesarán sus operaciones, siendo que la gran mayoría encuéntrase, aún en fase de reorganización, lo que dificulta inclusive, la obtención de informaciones cuanto a su patrimonio consolidado y respectivas reservas.

En los términos de la nueva legislación, la orientación es igual a la relatada para los fondos de pensión, exigiéndose diverificación y que la misma porcion de los recursos se destinen para el mercado de acciones, en particular para empresas controladas por capitales privados nacionales.

#### **3.1.4. Sociedades de Inversión – DL. 1.401**

La entrada de capitales extranjeros, destinados el mercado de Valores Mobiliarios, fue posible a partir del Decreto Ley 1.401 y de la Resolución 323, ambos de 1975. A través de esos documentos legales, se dió carácter formal a las llamadas Sociedades de Inversión. Tales entidades podíon cosntituirse bajo la forma de Sociedades Anónimas de Capital Autorizados, con la coordinación de Bancos de Inversión o Sociedades Corredoras, y mediante autorización del Banco Central del Brasil.

**TABLA – 09**

**FUNDACIONES DE PREVISIÓN COMPLEMENTARIA  
(JUNIO/1979)**

	Números	Cr\$ Millones	US\$ Millones (*)
1. Fundaciones Existentes			
- Aprobadas	57		
- En fase de constitución	53		
2. Informaciones sobre las Fundaciones Aprobadas			
- Patrimonio Global		35.000	1.364
- Reservas		30.180	1.176

(\*) Tasas de cambio de Junio de 1979

**TABLA – 10**

**FUNDACIONES DE PREVISIÓN COMPLEMENTARIA  
(JUNIO/1979)**

Empresa Patrocinadora	Valor de Reservas Constituidas		
	Cr\$ Millones	US\$ Millones	%
1. Empresas Estatales	29.178	1.138	96,7
- Bancos Oficiales Federales	10.407	406	34,6
- Sociedades Estatales de Economía Mixta	9.788	382	32,4
- Sociedades Federales de Economía Mixta	8.159	318	27,0
- Bancos Oficiales Estadales	794	31	2,6
- Otras	30	1	0,1
2. Empresas Privadas	1.002	39	3,3
- Empresas Privadas	835	33	2,80
- Bancos Privados	167	6	0,5

La subscripción inicial de las acciones nominativas (no endosables) representativas del capital de las Sociedades de Inversión debe ser hecha por el Banco de Inversión o Sociedades Corredoras por Cr\$ 10,00, siendo Cr\$ 1,00 de valor nominal y Cr\$ 9,00 de capital excedente.

Esas acciones son posteriormente colocadas en el mercado externo, a través de “agentes de subscripción”, para que sean adquiridas por residentes en el exterior.

Cuanto a la colocación de los recursos por parte de tales Sociedades, la Resolución 323 obliga la colocación exclusiva en acciones o debentures de compañías abiertas, además de ello, exige que por lo menos 50% los recursos estén asignados en acciones de empresas controladas por capitales privados nacionales.

Las disponibilidades pueden ser mantenidas en Letras del Tesoro Nacional. Además, prohíbe las colocaciones en cuotas de Fondos, acciones de otras Sociedades de Inversión o de Instituciones Financieras en general.

Las expectativas iniciales con respecto a la entrada de recursos externos a través de Sociedades de Inversión prevían un considerable flujo de recursos, sin embargo el lo no ocurrió, frente a las dificultades encontradas en la colocación de las acciones de esas Sociedades en el mercado financiero internacional como, principalmente, por las dificultades impuestas por la mecánica operativa de esas entidades, y por el plazo de permanencia mínima en el país. Sólo después de transcurridos tres años mínimos de permanencia, el inversor puede iniciar el retorno del capital y de forma parcial cada seis meses puede liquidar acciones representativas de hasta 20% del, capital originalmente ingresado al país. \*

Esto es, por tal sistema, la vuelta de los recursos sólo se completa a los cinco años e medio, como mínimo. Además de ello, el monto que exceda el valor original será tratado como ganancia de capital, y sujeto a tributación, a razón de 15%. Caso los recursos totales permanezcan por más tiempo en el país, la tributación mencionada, incidente sobre las ganancias de capital, va siendo gradualmente reducida.

Por esta forma, hasta el final de 1979 existían registradas dieciocho Sociedades de Inversión, y su patrimonio neto alcanzaba un monto del orden de cincuenta millones de dólares. En 1979, el flujo neto de recursos de tales Sociedades fue negativo (US\$ 12 millones) obligando a tales instituciones a actuar como vendedores netos en Bolsa (US\$ 15 millones), aunque hayan realizado subscripciones de nuevas acciones por la suma de aproximadamente US\$ 3,5 millones (Ver Tabla 11).

### **3.1.5. Fondos Mutuos de Inversión**

Los Bancos de Inversión y las Sociedades Corredoras pueden administrar fondos mutuos de inversión, que representan carteras diversificadas de acciones donde el ingreso y retiro de los inversores es totalmente libre; se realiza a través de la compra (o rescate) de cuotas de participación, al valor del día.

Los fondos mutuos fueron creados hace cerca de veinte años y se constituyeron, en gran número durante la década del 60 e inicio de los años 70; representan la forma más práctica y operativa de la participación del pequeño inversor en el mercado de riego. Sin embargo, a partir, del período de euforia por la cual pasó el mercado, en el período 1971/1972, tales fondos, se tornaron vendedores netos en el mercado manteniéndose en esa situación por toda la década del 70. Para que se tenga una idea de la reducción en la representatividad de tales fondos, basta que comparemos algunos números: al final de 1971 existían cerca de 130 fondos mutuos, que tuvieron un ingreso neto de recursos, en el año, del orden de US\$ 500 millones, y cuyo patrimonio neto ultrapasaba los US\$ 800 millones.

---

\* sobre el tema véase el trabajo presentado por la Bolsa de Valores de Rio de Janeiro, en la Asamblea de la FIABV, realizada en Quito.

**TABLA – 11**

SOCIEDADES DE INVERSIÓN DL – 1.4011		
FLUJO ANUAL	CR\$ Millones	US\$ Millones
Flujo Neto de Recurso	(338,9)	(12,6)
- Ingreso de Recursos Externos	31,7	1,2
- Adquisición de Acciones de Emisión propia	370,6	13,8
Colocaciones netas en Bolsa	(410,8)	(15,3)
- Venta de Acciones	1.568,1	58,5
- Compra de Acciones	1.157,3	43,2
Subscripción	94,8	3,5
Colocaciones netas en LTN	203,7	7,6
Dividendos Distribuidos	42,4	1,6
Valor del Patrimonio al 31.12.79	1548	57,7

La situación de 1979 era la siguiente: operaban poco más de cincuenta fondos mutuos, que tubieron en el año una erogación neta de recursos del orden de US\$ 6 millones; su patrimonio, al final del año, alcanzaba un monto de apenas US\$ 125 millones (Ver Tabla 12).

Nótese que tal comportamiento es extremadamente perjudicial para el mercado, pues la perdida de la representatividad de los fondos mutuos de inversión refleja el alejamiento del inversor voluntario de la Bolsa de Valores, principalmente del pequeño inversor, que tiene en el fondo mutuo su forma práctica de inversión.

Para finalizar veamos las normas legales en vigor (Resolución 327), com respecto a la colocación de tales fondos:

- a) 60%, no mínimo, del valor global de las colocaciones deberán constituírse de acciones o debentures convertibles en acciones, obtenidas en la Bolsa de Valores, o por subscripción.
- b) Los recursos restantes podrán ser colocados en los siguientes activos: Debentures, Títulos de la Denda Pública Estadual y Municipal (máximo de 10%), Letras de Câmbio y Depósitos a Plazo (máximo de 15%).

Com respecto a las carteras de acciones, deben acatarse las siguientes reglas:

- a) el monto de colocación en títulos de una única empresa no deberá exceder el 10% del total de las colocaciones del fondo, ni representar más del 10% del capital votante, o más del 20% del capital total de la empresa .
- b) el promedio de las colocaciones por empresa no podrá exceder el 5% del valor de las colocaciones del fondo.
- c) Queda prohibido la colocación de los recursos del fondo, títulos de emisión o cooligación de la institución administradora o de empresas asociadas.

**TABLA 12**

FONDOS MUTUOS – PRINCIPALES OPERACIONES – 1979		
Flujos en el año	Cr\$ Millones	US\$ Millones
Flujos neto de recursos	(159,7)	(5,9)
- Venta de cuotas	220,1	8,2
- Rescate de Cuotas	379,8	14,2
Colocaciones netas en la Bolsa	(514,8)	19,2
- Venta de Acciones	2.531,7	94,4
- Compra de Acciones	2.016,9	75,2
Subscripciones	252,9	9,4
Colocaciones netas en acciones	(261,9)	9,8
Total de colocaciones en Bolsa	4.548,6	169,6
Valor Patrimonio al 31.12.1979	3.376	125,9

#### 4. MERCADO PRIMARIO DE ACCIONES

Presentado la actual configuración institucional del mercado de acciones en el país, bien como el perfil de los inversores, analizaremos el comportamiento del mercado primario de acciones, para evaluar su función como fuente de recursos para las empresas en general. Tres son los niveles bajo los cuales podemos enfocar las subscripciones efectuadas por las empresas en general, sin separar compañías abiertas o cerradas, a continuación podemos considerar los aumentos de capital via subscripción, realizadas exclusivamente por las empresas abiertas; finalmente, es posible computar el monto de emisiones públicas de acciones, debidamente registradas en los órganos competentes. Cada una de estas informaciones permite una visión diferente del problema, por esa razón vamos a analizarlas por separado.

##### 4.1 Total de Emisiones de Capital

Tomemos en primer lugar, el total de las emisiones de capital del país. En 1978, su monto alcanzó US\$ 14.200 millones, siendo 33% correspondiente al aumento de capital por subscripción y 62% referente a bonificaciones, tanto procedentes de reservas como de reevaluación del activo.

A partir de 1960, el aumento de capital por subscripción fue perdiendo importancia relativa frente a las bonificaciones, como causa de las emisiones de capital en el país. En aquel año, las subscripciones representaron el 73% del total de las emisiones, reduciéndose gradualmente, principalmente por el aumento en el peso de las incorporaciones de las reservas provenientes de la reevaluación del activo, estimuladas por la legislación impositiva en vigor a partir de 1964. Nótese que la representatividad de la captación de recursos via subscripción en el PNB mantuvose estable hasta 1975 – variando entre el 3 y 4% del PNB -, con una significativa ascensión en el año de 1971(6,6%), como reflejó de la euforia del mercado bursátil, que se reflejó con intensidad en el comportamiento del mercado primario de acciones.

A partir de 1976, ocurrió una busca reducción en el valor de las subscripciones, se redujo de US\$ 6.331 millones, en 1975, a US\$ 4.654 millones en 1978. Esto se debe, probablemente a la contención del ritmo de crecimiento del país, partir de la crisis del petróleo (Ver table 13).

## **4.2 Empresas Abiertas – Total de Subscripciones**

Analizaremos a seguir los aumentos de capital via subscripción, efectuados por las empresas abiertas, con o sin emisiones públicas. En el comienzo de la década del 60, con relación al total, las subscripciones referentes a las empresas abiertas alcanzaba, aproximadamente, la décima parte. A partir de 1969, ya bajo la influencia de la reorganización del mercado de capitales e inclusive, bajo la acción del DL. 157, aquel porcentaje se elevó rápidamente, situándose en torno del 30% a lo largo de la década del 70.

La participación de las subscripciones referentes a las empresas abiertas en el PNB presentó un desempeño semejante. De un peso relativo de 0,2 a 0,3%, hasta 1968; a partir de ese año, tal porcentaje se elevó significativamente, situándose en torno del 1% a partir de entonces. Dévese notar el porcentaje correspondiente al año de 1971, que fue superior al 2%, fruto, sin duda, del “boon” del mercado accionario, en aquel año (Ver Tabla 14).

Nótase que, las relaciones con respecto al PNB anteriormente presentados, tanto para el total de las subscripciones específicas de las empresas abiertas, representan porcentajes elevados, cuando comparadas internacionalmente. Tomándose las subscripciones de todas las compañías como porcentaje del PNB, el promedio del período 1975-76 alcanzó en el Brasil el 4,46%, contra, por ejemplo: Japón, 1,06%; Italia, 1,66%; España, 2,87%; Méjico, 1,62%; Alemania, 0,50%. En el mismo período, la relación subscripción de empresas abiertas con el PNB, alcanzo en el caso brasileño el valor de 1,37%, mientras que, otros países, tomados como ejemplo, presentaron los siguientes resultados: Japón, 0,34%; España, 1,74%; Estados Unidos, 0,85%; Reino Unido, 0,66%; Alemania, 0,15%; Méjico, 0,37%; etc. (Ver Tabala 15).

**TABLA – 13**

**EMISIONES DE CAPITAL EN EL BRASIL**

Año	Participación en el Total del aumento de capital			Subscripción como % del PNB	
	% Subscripciones	% Bonificación (*)			
		Reservas	Reevaluación Activos		Total
1960	73	13	11	24	3,8
61	60	18	17	35	2,7
62	72	15	9	23	3,7
63	58	14	24	38	2,8
64	24	6	65	71	2,4
65	23	7	64	71	3,3
66	33	16	46	62	3,2
67	33	10	54	64	3,7
68	41	10	40	50	4,4
69	28	34	30	67	4,1
70	35	31	30	61	3,7
71	56	17	23	40	6,6
72	48	28	20	48	4,8
73	44	27	21	48	4,8
74	43	38	13	51	3,7
75	40	35	18	53	4,1
76	31	37	29	66	2,8
77	31	35	26	61	2,5
78	33	35	27	62	2,5
<b>1978 US\$ Millones (**)</b>	<b>4.654</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8.815</b>	

(\*) Incluye reservas y reevaluación del activo

(\*\*) US\$ taxa promedio de ventas de 1973 – Cr\$ 18,31 por dólar

Fuente: Ness, W.L.J. e Pereira, R.F. – Mercado Primario de Acciones en el Brasil, IBMEC, mimeógrafo no publicado.

**TABLA – 14**

**SUBSCRIPCIONES: EMPRESAS ABIERTAS Y CERRADAS  
Cr\$ Millones – Precios 1979**

Año	Total de las Sociedades (a)	Empresas Abiertas (Total) (b)	Emisiones Públicas Acciones ©	Relaciones		como % del PNB	
				(b) / (a) %	© / (b) %	(b)	©
1960	41.647	9.929		23,9		0,91	
61	31.085	2.868		9,2		0,25	
62	46.617	4.624		9,9		0,37	
63	35.667	4.805		13,5		0,37	
64	31.414	4.176		13,3		0,32	
65	53.298	5.300		10,0		0,33	
66	53.291	2.195		4,1		0,13	
67	64.722	8.245	1.650	12,7	20,0	0,47	0,09
68	88.391	15.117	6.339	17,1	41,9	0,75	0,31
69	91.382	26.704	6.292	29,2	23,5	1,21	0,28
70	86.638	24.246	5.096	27,4	21,0	1,02	0,22
71	172.083	60.330	25.818	35,2	42,8	2,31	0,99
72	139.744	44.229	5.205	31,7	11,8	1,51	0,18
73	168.460	46.922	5.361	77,9	11,4	1,34	0,15
74	144.945	49.271	3.755	34,0	7,6	1,26	0,10
75	173.729	52.206	2.090	30,1	4,0	1,22	0,05
76	131.810	63.870	4.183	48,5	6,5	1,36	0,09
77	121.756	50.270	4.067	41,3	8,1	1,03	0,09
78 (**)	131.170	42.110	14.416	32,1	34,2	0,82	(-)
78 US\$ (*)	4.780	939	525				

(\*) US\$ - Tasa promedio de ventas de 1979

(\*\*) Los datos sobre oferta pública para 1978, están definidos por la CVM, por un criterio distinto del adoptado por el Banco Central, y no son comparables con los de los años anteriores.

### 4.3. Emisiones Públicas de Acciones

Por fin, analizemos las emisiones públicas de acciones. En el Brasil tal estadística representa, en verdad, el registro de sobras de suscripción que una empresa abierta efectiviza después de que los accionistas ejercieron su derecho de preferencia. Nótese que mismo los accionistas minoritarios, provenientes del mercado accionario, son usualmente excluidos del registro de emisiones, en la medida en que suscriben nuevas acciones utilizando de su derecho de preferencia al relacionar las emisiones públicas

registradas con las subcripciones totales de las empresas abiertas, verificamos que tal porcentaje se mantuvo elevado entre 1967 (cuando se inició el registro de mlas emisiones) y 1971, reduciéndose drásticamente desde entonces. (ver Tabla 14).

Los altos porcentajes verificados en el período 1967-69 (20%, 41,9% y 23,5%, respectivamente), se deben principalmente a las emisiones via DL. 157. El salto verificado en 1971 (42,8%) se dió, básicamente en función de la euforia de la Bolsa, cuando inúmeras empresas abrieron su capital. Desde entonces, pocas fueron las oportunidades para el ingreso de nuevas empresas en el mercado.

El período 1972-1977 representó una prolongada fase de retracción en el mercado secundario, y concentración de los negocios de algunas compañías de larga tradición en el mercado, en particular, papeles de unas cuantas empresas estatales, dificultando las emisiones.

Sin embargo, en los últimos años, se creó, como vimos una significativa desconcentración del mercado accionario y aumento en la representatividad del segmento compuesto por las empresas privadas, provocado, en gran medida, por la actuación de los inversores institucionales en el mercado de acciones. Tales inversores representados esenciales por los fondos impositivos de inversión, fondos de pensión y asegurados, deben colocar, como fue expuesto, una porción significativa de sus activos en acciones de las empresas privadas nacionales. En la medida en que son impuestas normas rigurosas de pulverización de tales colocaciones, lo que hemos verificado es el aumento relativo en la liquidez de las acciones de empresas tradicionalmente poco transaccionadas, influyendo inclusive, en su nivel de precios, lo posibilitó nuevas llamadas de capital por parte de tales empresas, y eso en condiciones bastante favorables.

El problema actual del mercado reside exactamente en la falta de alternativa de colocación para los inversores en general, particularmente para los institucionales, lo que viabiliza la abertura de capital de nuevas empresas, y que sus acciones sean ávidamente disputadas.

Esta situación del mercado permitió la ampliación de las ofertas públicas de acciones tanto de empresas ya antiguas en el mercado como de nuevas compañías. Así, en 1979, se registraron en la C.V.M, un monto de ofertas públicas del orden de los US\$ 546 millones, beneficiando 69 sociedades diferentes, de las cuales, 66 son empresas privadas. En este año (1980), en los primeros seis meses, hubo registros de emisiones de 53 compañías, totalizando US\$ 268 millones. Dévese notar que, desde Septiembre de 1979, treze nuevas empresas abrieron, su capital a través de oferta pública de acciones, lo que representa un importante indicador del dinamismo del mercado actual.

**TABLA – 15**

**AUMENTOS DE CAPITAL POR SUBSCRIPCIÓN – COMO PORCENTAJE DEL PNB  
(PROMEDIO 1971 – 1976)**

País	Todas las Sociedades	Empresas Abiertas
Brasil	4,46	1,37
Canadá	0,60	0,31
Japón	1,06	0,34
Austria	0,47	0,70
Bélgica	1,38	0,10
Dinamarca	1,91	0,43
Alemania	0,50	0,15
Italia	1,65	0,25
Suecia	0,69	0,15
Finlandia	3,74	0,54
Portugal	2,57	-
España	2,87	1,74
Suiza	2,30	0,78
Estados Unidos	-	0,85
Reino Unido	-	0,66
Irán	1,80	1,09
Turquía	2,26	-
Filipinas	2,36	0,56
Tailandia	3,30	0,03
Pakistan	0,66	0,22
Marruecos	1,93	-
Méjico	1,62	0,37
Venezuela	6,85	0,15
Argentina	-	0,07
Chile	-	0,01
Colombia	-	0,17
Perú	-	0,45
Uruguay	-	0,05

Fuente: Ness, W.L.J. e Pereira, R.F. – Mercado Primario de Acciones en el Brasil, IBMEC, mimeógrafo, no publicado.

El momento está tan oportuno para la abertura del capital de nuevas empresas, que la Bolsa de Valores de San Pablo lanzó recientemente la Compañía Nacional por la Abertura del Capital, que tiene por finalidad, por un lado sensibilizar nuevas empresas para que abran su capital y por otro lado busca obtener del Gobierno estímulos efectivos para las empresas abiertas, premiando el grado de abertura obtenido.

Nótese que, dos principales dificultades institucionales a la expansión del mercado de acciones y ya señalados por la Bolsa de Valores de San Pablo, en trabajos anteriormente presentados en las Asambleas de la FIABV, están siendo gradualmente eliminados:

- del lado de la oferta de papeles, podemos señalar el sistema de crédito subsidiado, que privilegiaba prácticamente todos los sectores de la economía. Las empresas entre capitalizarse via mercado de riesgo, u obtener crédito a intereses reales fuertemente negativos en los agentes del Estado, claramente optaban por la segunda alternativa. Hoy ya se tiene plena conciencia de que el crédito subsidiado se está tornando escaso, por la opción

de la política económica. Así las empresas, particularmente las de capital privado nacional, deben inclinarse para fuentes alternativas de capital a largo plazo.

- Del lado de la demanda por títulos además de la actuación de inversores institucionales que orientan para el mercado anualmente un considerable volumen de recursos, estamos presenciado el regreso del inversor individual que se había alejado del mercado. La indexación de títulos en particular títulos públicos, permitía que los ahorristas obtuviesen una renta real en las colocaciones. En los últimos años y de forma más intensa en este año (1980), está agrandándose la distancia entre la tasa real la inflación y la tasa de corrección monetaria.

Independientemente de la inflación que ocurra en 1980 y que no deberá ser inferior a 80%, la tasa de corrección monetaria fue fijada a priori en 45%, lo que lleva a los inversores en títulos indexados, a obtener un elevado perjuicio en sus colocaciones financieras.

## 5. CONSIDERACIONES FINALES

El objetivo del presente trabajo fue presentar una rápida visión de la estructura del mercado de acciones en el Brasil, particularmente su papel en la transferencia de ahorros para los sectores productivos.

En los últimos diez años, apesar de los problemas enfrentados, creemos que se hizo mucho para su fortalecimiento.

En ese período, el mercado de acciones convivió con varios problemas, algunos solucionados, otros no. En ese sentido nos gustaría discutir dos aspectos específicos: su función en la capitalización de la empresa privada y la caracterización de sus inversores más importantes.

Bajo, el aspecto de la transferencia de recursos, para la empresa privada nacional, el mercado pasó, después de la euforia posterior a 1971/72, por una fase difícil, altamente concentrada, con predominio de las acciones de empresas estatales, lo que dificultaba no sólo la abertura de capital de nuevas empresas, como inclusive la llamada de capital por parte de las empresas, como inclusive la llamada de capital por parte de las empresas ya negociadas. El señalado proceso de desconcentración y de fortalecimiento de la posición relativa de la empresa privada nacional, que viene, ocurriendo paralelamente en el aumento del volumen negociado y de la valorización general en los precios de las acciones, permitió que la Bolsa ejerciera con mayor eficiencia uno de sus objetivos primordiales, esto es, aportar recursos a las empresas privadas nacionales y viabilizar que una gama mayor de empresas pueda recurrir al mercado.

Nótese que la expansión relativa de las empresas privadas se hizo a costa de una reducción significativa de la participación de las acciones de las empresas estatales, superior a 65% en 1975, pero que aún representan papeles de alta negociabilidad y liquidez.

A respecto de los inversores, lo que se verificó fue una significativa retracción del inversor individual en el mercado.

Durante varios años, el mercado era comandado en gran medida por los recursos de los fondos DL. 157, único inversor institucional en el mercado. Esa dependencia, que significaba la propia sobrevivencia del mercado, traía consigo grandes distorsiones, agravadas por la concentración que ocurría, pues, los cinco mayores fondos detentaban más del 60% del patrimonio total de fondos.

La creación de otros tipos de inversores institucionales, como las aseguradoras, fondos de pensión, "montepios", dió al mercado una mayor pulverización de los centros de decisión. Un recelo que hoy se tiene es que ocurra una concentración del poder de compra en las manos de los fondos de pensión, innegablemente, el segmento de mayor potencial de crecimiento, pero cuya mayoría está ligada a las empresas estatales.

El problema de la concentración del poder de decisión del mercado solo estará alejado cuando se consiga una participación significativa de inversores individuales, operando directamente en el mercado.

## SUMARIO

Introducción .....	1
1. La Estructuración de Mercado de Capitales .....	3
2. El Mercado de Acciones .....	10
3. Inversores Institucionales.....	18
4. Mercado Primario de Acciones .....	37
5. Consideraciones Finales.....	45