

Distr.
GENERAL

TD/B/WG.1/11
26 de octubre de 1993

ESPAÑOL
Original: INGLÉS

JUNTA DE COMERCIO Y DESARROLLO
Grupo Especial de Trabajo sobre corrientes
de inversión y de financiación, financiación
para el desarrollo no creadora de deuda y
nuevos mecanismos para aumentar las
corrientes de inversión y financiación
Tercer período de sesiones
Ginebra, 10 de enero de 1994
Tema 4 del programa provisional

INVERSIONES ACCIONARIAS DE CARTERA Y NUEVOS MECANISMOS DE FINANCIACION

Las inversiones accionarias de cartera extranjeras en países
en desarrollo: cuestiones y perspectivas actuales

Informe de la secretaría de la UNCTAD

INDICE

	<u>Párrafos</u>	<u>Página</u>
RESUMEN Y CONCLUSIONES	1 - 9	3
INTRODUCCION	10 - 11	5
I. TENDENCIAS DE LAS INVERSIONES ACCIONARIAS DE CARTERA EXTRANJERAS	12 - 39	5
A. Factores que subyacen en las tendencias recientes	12 - 19	5
B. Evolución de los mercados bursátiles incipientes	20 - 30	7
C. Tipos de inversiones accionarias de cartera extranjeras	31 - 39	10

INDICE (continuación)

	<u>Párrafos</u>	<u>Página</u>
II. CONSIDERACIONES RELATIVAS A LOS INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	40 - 61	12
A. Factores que estimulan las inversiones accionariales de cartera extranjeras	40 - 47	12
Rendimiento	41	12
Diversificación de la cartera	42 - 44	13
Inversionistas institucionales	45 - 47	13
B. Factores que desalientan las inversiones accionariales de cartera extranjeras	48 - 59	15
El estado de los mercados incipientes	48 - 52	15
Política oficial	53 - 59	16
C. Perspectivas de las inversiones accionariales de cartera extranjeras	60 - 61	17
III. CONSIDERACIONES RELATIVAS AL PAIS RECEPTOR	62 - 117	18
A. La función de los mercados de valores	66 - 96	19
Costes y beneficios de los mercados de valores	66 - 88	19
La movilización de recursos y los mercados de valores en los países en desarrollo	89 - 96	24
B. Efecto macroeconómico y financiero de las inversiones accionariales de cartera extranjeras	97 - 106	25
Efecto macroeconómico	97 - 101	25
Impacto financiero	102 - 106	27
C. Medidas destinadas a atraer inversiones accionariales de cartera extranjeras	107 - 117	28

RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. En los cuatro últimos años, las inversiones accionariales de cartera extranjeras en países en desarrollo han aumentado con rapidez. Este aumento se ha producido en el contexto de los cambios estructurales de los mercados internacionales de capitales, en los que el énfasis se ha desplazado de la intermediación bancaria a la titularización financiera y donde la importante función desempeñada por los inversionistas institucionales ha ejercido una influencia creciente.
2. Las inversiones accionariales de cartera extranjeras se han visto también estimuladas por las reformas estructurales introducidas en los países en desarrollo, que han tomado una dirección cada vez más marcada hacia sistemas económicos de mayor orientación al mercado. El auge de las inversiones accionariales de cartera extranjeras se ha visto también favorecido por la recuperación gradual y el crecimiento sin precedentes de los países en desarrollo receptores, que ha permitido también la obtención de rendimientos elevados en los mercados incipientes.
3. Sin embargo, el número de países beneficiarios sigue siendo pequeño, pues sólo unos 15 países/economías en desarrollo pueden atraer en la actualidad tales corrientes en proporciones significativas. Se trata típicamente de países de ingreso medio con una importante base industrial nacional. Las condiciones de atracción de un volumen creciente de inversiones accionariales de cartera extranjeras por un mayor número de países receptores están principalmente ligadas a los esfuerzos nacionales por aplicar una política de crecimiento y reforzar el marco en que operan los mercados de valores locales. Además, los países desarrollados pueden contribuir también al aumento de esas corrientes flexibilizando las normas que aplican a los inversionistas institucionales en mercados incipientes.
4. La principal ventaja de las inversiones accionariales de cartera extranjeras se encuentra en que el servicio del capital importado está ligado al rendimiento de las inversiones realizadas, lo que contribuye a que los pagos en concepto de servicio se correspondan con la capacidad de pago y sirve de instrumento eficaz de distribución del riesgo entre inversionistas y prestatarios. Como el inversionista extranjero se siente atraído ante todo por un rendimiento elevado, esas corrientes están estrechamente ligadas a los resultados y a la competitividad de las campañas privadas, que dependen en gran parte de un entorno comercial estable y favorable.
5. Por encima de los beneficios de las inversiones accionariales de cartera extranjeras como mecanismo para canalizar el ahorro extranjero hacia los países en desarrollo, se plantea la cuestión de la función que desempeñan los mercados de valores en sus sistemas financieros. Es creciente el número de países en desarrollo que han reconocido la utilidad de los mercados de valores para mejorar la eficacia de los sistemas financieros nacionales y han establecido y desarrollado mercados de valores. Los mercados de valores pueden completar útilmente el sector bancario proporcionando capital riesgo y asegurando a las sociedades una estructura financiera sana. Sin embargo, los mercados de valores tienen su coste, ya que su mecanismo de precios

desestabiliza a veces la economía, especialmente si los mercados son poco activos y están altamente concentrados y si el marco reglamentario es débil. Hay pruebas de la contribución positiva de los mercados de valores a la movilización de recursos en los países en desarrollo. Sin embargo, es preciso continuar las investigaciones para analizar con mayor profundidad la contribución de los mercados de valores a la asignación eficaz de recursos.

6. Pese a los notables progresos realizados por los principales mercados incipientes, cuyos resultados son hoy comparables a los de los mercados desarrollados, el estado de muchos mercados incipientes se sigue caracterizando por una elevada inestabilidad, una fuerte concentración, la falta de liquidez, una reglamentación insuficiente y una escasa capacidad de aplicar los reglamentos. Estos factores pueden disuadir en gran medida a los inversionistas extranjeros. Se necesitan amplias reformas para mejorar el funcionamiento de los mercados incipientes. Ello a su vez requiere una importante participación del Estado que permita asegurar un marco institucional, jurídico y reglamentario suficiente para el funcionamiento adecuado de los mercados de valores locales.

7. Sin embargo, las corrientes de inversiones accionariales de cartera extranjeras pueden tener también un efecto desfavorable en la economía nacional, si se basan principalmente en motivos especulativos a corto plazo. No obstante, la experiencia ha demostrado que los temores a este respecto han sido en gran parte infundados: quienes han tendido a "invertir" en mercados incipientes eran inversionistas mundiales y las corrientes de inversión extranjera en acciones no han mostrado grandes fluctuaciones. No obstante, las inversiones accionariales de cartera extranjeras han aumentado por lo general la inestabilidad de los mercados incipientes, debido quizá a la mayor velocidad de transmisión de la información. Este posible efecto en mercados conocidos ya por su inestabilidad podría justificar una apertura gradual de los mercados incipientes a los inversionistas extranjeros.

8. De lado del inversor, el enorme potencial representado por el ahorro en poder de inversionistas institucionales de los países de la OCDE puede buscar salidas cada vez más diferentes de las ofrecidas por los mercados establecidos. A medida que los gestores de la inversión se familiaricen con los mercados incipientes, la flexibilización de la política que aplican los países de origen a las carteras de inversión de los inversionistas institucionales podría permitir un fuerte aumento de las inversiones accionariales de cartera extranjeras.

9. En términos generales, las perspectivas de que estas inversiones sigan aumentando en los países en desarrollo parecen prometedoras, a la vista del gran potencial del ahorro institucional y de los progresos realizados en los mercados incipientes. De hecho, las continuas mejoras advertidas en el nivel de muchos mercados incipientes y en la competitividad de las sociedades nacionales como consecuencia de la mejora de la gestión económica aumentarán con toda probabilidad el atractivo de estos mercados, al reducirse la inestabilidad y ante la posibilidad de que un fuerte crecimiento genere rendimientos elevados.

INTRODUCCION

10. El reciente auge de las inversiones de cartera extranjeras, particularmente las inversiones en acciones, en los países en desarrollo es un excelente indicio de la mejora de su solvencia, pero plantea al mismo tiempo varias cuestiones de principio. ¿Cuáles son las posibilidades de las inversiones accionariales de cartera extranjeras como fuente sostenible de financiación exterior para los países en desarrollo? ¿Cuáles son las repercusiones de política, a nivel macroeconómico y microeconómico, para los países receptores? ¿Cuál es la función de los mercados de valores en el sistema financiero de los países en desarrollo? y ¿pueden los países en desarrollo obtener beneficios del desarrollo activo de sus mercados de valores a fin de atraer inversiones accionariales de cartera extranjeras? Dado el número limitado de países que hasta ahora han atraído este tipo de inversiones ¿qué políticas y medidas se deberían adoptar para llevar estas inversiones a un número mayor de países?

11. El presente informe examina estas cuestiones, con el deseo de extraer algunas conclusiones de principios que guíen a los países en desarrollo en su tratamiento de las inversiones accionariales de cartera extranjeras. El informe comienza por examinar las tendencias de estas inversiones y los factores que subyacen en estas tendencias. A continuación analiza las motivaciones de los inversores extranjeros y los factores disuasorios de la inversión extranjera, a fin de calibrar las posibilidades de las inversiones accionariales de cartera extranjeras como fuente sostenible de financiación exterior. Por último, el informe examina las implicaciones de política para los países receptores.

I. TENDENCIAS DE LAS INVERSIONES ACCIONARIALES DE CARTERA EXTRANJERAS

A. Factores que subyacen en las tendencias recientes

12. En los cuatro últimos años, las corrientes de inversiones accionariales de cartera extranjeras hacia los países en desarrollo han crecido espectacularmente. Estas inversiones (en términos brutos) pasaron de 3.500 millones de dólares en 1989 a 8.200 millones de dólares en 1992 (cuadro 1) 1/. La parte correspondiente a los países en desarrollo en las emisiones de acciones en los mercados internacionales de capitales pasó del 11,6% en 1990 al 30,7% en 1991 y al 46% en el primer semestre de 1992 2/. Además de estas corrientes de capital en acciones, los países en desarrollo emitieron también otros títulos de participación, como los bonos convertibles y los bonos con garantía de opción 3/. Si bien en 1986 y 1987 el sudeste asiático atrajo más de las tres cuartas partes de las inversiones accionariales de cartera extranjeras, en la actualidad América latina absorbe la mayor parte de esas corrientes (cuadro 1).

13. El auge de las inversiones accionariales de cartera extranjeras en los mercados incipientes 4/ se ha producido en el contexto de los cambios estructurales de los mercados internacionales de capitales y de las economías

de los países receptores. Todo apunta a que estos factores tengan un efecto a largo plazo en las corrientes de capital, y los observadores del mercado creen que la nueva tendencia de las inversiones accionariales de cartera extranjeras persistirá en los próximos años.

14. En los cambios estructurales advertidos en los mercados de capitales internacionales, el énfasis se ha desplazado de la intermediación bancaria a la titularización financiera 5/. Muchos factores han contribuido a la revitalización de los valores. Los adelantos de la tecnología de la información y las comunicaciones, la desreglamentación de los mercados financieros (en particular la supresión de las limitaciones oficiales al desarrollo de mercados de valores en los principales países de la OCDE) y la creciente internacionalización de las transacciones financieras (a través de la liberalización de las operaciones transfronterizas) han llevado al aumento de la titularización financiera. El uso de instrumentos negociables (incluidas las acciones y otros títulos de participación) que permiten una mejor gestión del riesgo ha crecido rápidamente a expensas de los depósitos y préstamos bancarios.

15. La institucionalización del ahorro es otro aspecto importante de las finanzas internacionales. La creciente importancia de los inversionistas institucionales (compañías de seguros, cajas de pensiones, sociedades colectivas de inversión) 6/ reforzada por factores demográficos e institucionales en los países de la OCDE, ha tendido a alterar la naturaleza de los mercados financieros. A diferencia del inversionista individual, que puede adoptar una actitud muy conservadora o altamente especulativa, los inversionistas institucionales suelen estar obligados a plantearse la gestión del riesgo desde una perspectiva más profesional. Procurarán diversificar sus carteras y encontrar inversiones que ofrezcan la posibilidad de rendimientos mejores y, al mismo tiempo, de que los rendimientos futuros se correspondan con sus próximas obligaciones. Los inversionistas institucionales atribuyen por lo general más importancia al componente acciones de su cartera, ya que son conscientes de que el rendimiento de las acciones tiende a ser superior a largo plazo al de los instrumentos de la deuda y de que las modernas técnicas financieras les permiten mejorar la gestión del riesgo.

16. En los países en desarrollo se han producido también importantes cambios estructurales que han estimulado la entrada de inversiones accionariales de cartera extranjeras. La mayoría de los países en desarrollo han iniciado un ambicioso proceso de reforma, en dirección hacia sistemas económicos más orientados al mercado. En particular, la privatización y la liberalización de los sistemas financieros nacionales de muchos países han estimulado el desarrollo de mercados de valores internos. Muchos países han abierto también gradualmente sus mercados financieros a los inversionistas extranjeros suavizando las restricciones impuestas a las transacciones internacionales de capital y permitiendo la entrada de bancos y de intermediarios financieros extranjeros. De los 46 países en desarrollo y en transición que han establecido mercados de valores, 26 admiten la entrada libre de inversionistas extranjeros, 9 admiten una entrada relativamente libre y otros 11 aplican restricciones a la entrada de inversionistas extranjeros (cuadro 2) 7/.

17. El reciente aumento de las inversiones accionariales de cartera extranjeras en algunos países en desarrollo se ha visto también favorecido por la recuperación gradual y el crecimiento sin precedentes de los países con mercados incipientes. Quince países/economías son los principales receptores de inversiones accionariales de cartera extranjeras: cinco se encuentran en América latina (Argentina, Brasil, Chile, México, Venezuela); nueve están en Asia (Hong Kong, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, República de Corea, Singapur, Provincia china de Taiwán, Tailandia); y Turquía 8/.

18. En Asia, la mayor tasa de crecimiento se ha dado en las economías en rápida expansión del sudeste asiático (Hong Kong, Indonesia, Malasia, República de Corea, Singapur, Provincia china de Taiwán y Tailandia), muy por encima de la media mundial y del crecimiento de los países de la OCDE. Gracias al apoyo oficial prestado a las industrias nacionales y a una razonable política de exportación, estos países han pasado a ser internacionalmente competitivos. Al mismo tiempo, el auge de los mercados de valores locales ha estimulado nuevas emisiones y el coste del capital se ha reducido aún más gracias al acceso a los mercados bursátiles internacionales. La transformación económica de China y la nueva orientación de la política económica de la India han mejorado también su competitividad; las empresas locales han comenzado también a aumentar su volumen de emisión de valores en los mercados internacionales de capitales.

19. El reciente cambio de rumbo de la política económica de muchos países de América Latina ha conducido a una notable recuperación. La privatización y el restablecimiento de la estabilidad financiera han revitalizado los mercados de valores y algunos grandes países de América Latina se han convertido en los principales emisores de los mercados bursátiles internacionales.

B. Evolución de los mercados bursátiles incipientes

20. En la actualidad unos 50 países en desarrollo y países de Europa oriental han establecido mercados de valores. Mientras que los mercados de Europa oriental sólo se crearon en los dos o tres últimos años, en algunos países en desarrollo las bolsas de valores datan del siglo XIX o de la primera mitad del siglo XX. Tal es el caso de siete países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Uruguay y Venezuela) y de cinco países africanos y asiáticos (India, Pakistán, Filipinas, Egipto y Marruecos).

21. En el siglo XIX y a principios del siglo XX las actividades eran irregulares, con auges, por ejemplo, en el decenio de 1920, antes de la recesión mundial del decenio siguiente. En los años 50 y gran parte de los 60, muchas bolsas de valores permanecieron adormiladas. La oleada de nacionalizaciones detuvo el crecimiento de las bolsas en varios países. Sólo a finales del decenio de 1960 y en el decenio siguiente, las bolsas recibieron un nuevo ímpetu como resultado del fuerte crecimiento económico y de la mejora de las perspectivas, unido al desarrollo de la clase media. En ese período aumentó también el interés oficial por desarrollar los mercados de capitales y en diversos países se reorganizaron las bolsas de valores.

22. Durante el período 1976-1980, la capitalización del mercado (es decir, el valor total de mercado de los títulos negociados) y la contratación aumentaron de manera sustancial en América Latina y en Asia (cuadro 3). En tanto que en algunos países asiáticos el crecimiento del mercado de valores reflejaba un aumento sustancial del número de títulos cotizados, en la mayoría de los países latinoamericanos el crecimiento se debió al aumento del capital y de los valores de mercado de sociedades ya admitidas a cotizar en bolsa.

23. Este período de fuerte crecimiento fue seguido de otro caracterizado por una mezcla de resultados en la primera mitad del decenio de 1980, que se debió a la desaceleración de la economía mundial y al estancamiento y recesión de varios países en desarrollo que se enfrentaban con problemas de deuda externa (cuadro 3). Los inversionistas perdieron confianza y las cotizaciones se derrumbaron principalmente en América Latina. La situación fue menos grave en Asia, aunque el crecimiento de los mercados asiáticos fue claramente inferior al registrado en el decenio de 1970.

24. Posteriormente y sobre todo a partir de 1985 los mercados incipientes se han desarrollado de manera espectacular. En los diez últimos años la capitalización total de los mercados incipientes se multiplicó por 11 al llegar a unos 960.000 millones de dólares en diciembre de 1992, y la parte correspondiente a los mercados incipientes en la capitalización mundial casi se triplicó al situarse en el 8,7% en 1992. La liquidez mejoró aún más pues el volumen de contratación se multiplicó por 25 en el mismo período. Hoy día el tamaño de los mercados incipientes más importantes es comparable al de muchos mercados europeos. Tal es el caso de Brasil, India, Malasia, México, República de Corea, Provincia china de Taiwán, Tailandia, Hong Kong y Singapur, en tanto que en 1982 sólo tres mercados incipientes tenían unas dimensiones significativas. En 1992, 8 de los 20 mercados más importantes del mundo eran mercados incipientes 9/.

25. Al mismo tiempo, el desarrollo financiero de los mercados incipientes, expresado como relación entre la capitalización del mercado y el PIB, ha cobrado mayor importancia. En 1992 esta relación en los mercados incipientes se situaba en un promedio del 32%. Aunque la cifra siga siendo inferior a la media del 46% que se da en los mercados desarrollados ya establecidos, el crecimiento ha sido muy rápido. En algunos países en desarrollo, como Chile, Filipinas, Malasia, México, Provincia china de Taiwán, República de Corea y Tailandia esta relación aumentó sustancialmente en sólo diez años, pasando en algunos casos de menos del 5% al 30-40%. Este crecimiento resulta impresionante si se le compara con el registrado en la mayoría de los países desarrollados en el siglo XIX y en los primeros años del siglo XX 10/.

26. El número de sociedades admitidas a cotizar en bolsa creció también de manera notable, duplicándose prácticamente entre 1983 y 1992. Aunque a mediados del decenio de 1980 las sociedades nacionales admitidas a cotizar en los mercados incipientes eran menos de la tercera parte del total mundial de compañías que cotizaban en bolsa, hoy día suponen el 40%. En algunos países como la India, República de Corea, Brasil y Pakistán, el número de compañías que cotizan en bolsa es muy elevado, aunque muchas de ellas son muy pequeñas (cuadro 4).

27. La concentración del mercado es más elevada en los mercados incipientes que en los mercados desarrollados. En la mayoría de los primeros, el porcentaje de capitalización del mercado correspondiente a las diez sociedades más importantes a finales de 1992 era superior al 30% (cuadro 4).

La concentración del mercado es particularmente elevada en América Latina, con porcentajes iguales o superiores al 50% en Argentina, Chile, Colombia y Venezuela. En los mercados desarrollados, con la excepción de Alemania y Suiza 11/ esta proporción es inferior al 30%.

28. Si bien el volumen de contratación ha aumentado espectacularmente en buen número de mercados incipientes desde mediados del decenio de 1980, muchos de ellos presentan todavía una actividad escasa. Aunque los valores más activos de varios de estos mercados tienen una liquidez equivalente, por ejemplo, a la de los títulos de una sociedad de dimensiones medias admitida a cotizar en la bolsa de Nueva York, las transacciones tienden a concentrarse en un número reducido de acciones. Este es particularmente el caso de América Latina, donde en la mayoría de los mercados el porcentaje del volumen de contratación de los diez títulos más activos se situó entre el 50 y el 80% en 1992 12/. Este porcentaje es muy inferior en Asia, donde en varios países no llega al 22%.

29. Muchos mercados incipientes registraron notables rendimientos en los 15 últimos años. Por ejemplo, entre 1976 y 1992 los índices de rendimiento total de la CFI en dólares de los EE.UU. para Argentina, Chile, México, República de Corea y Tailandia crecieron a una tasa anual situada entre el 22 y el 35%. A título comparativo, el mismo crecimiento en los Estados Unidos y en Europa se situó en torno al 15% 13/. En los dos últimos años los rendimientos de los mercados incipientes han sido menores, aunque los resultados registrados en algunos siguen siendo notables si se comparan con los mercados más desarrollados.

30. Aunque en los mercados incipientes los rendimientos han sido extraordinariamente elevados, sobre todo desde 1986, la inestabilidad (medida por la desviación típica del índice del rendimiento) ha sido también alta. De acuerdo con la CFI, la desviación típica del índice de rendimiento total mundial (en dólares de los EE.UU.) en el quinquenio que terminó en 1992 fue máxima en los mercados incipientes. Durante ese período el índice compuesto de la CFI para los mercados incipientes mostraba una desviación típica del 6,7%, aunque en América Latina y en Asia alcanzó el 9,2 y el 8% respectivamente. Estos valores son elevados, si se comparan con el 3,9% registrado en los Estados Unidos y el 5,8% registrado en la EAFE (Europa, Australia y el Lejano Oriente). Además, estos promedios ocultan una amplia variación entre países. Algunos mercados incipientes sumamente inestables tienen desviaciones típicas superiores al 15% (Argentina: 34,2%; Brasil: 23%; Provincia china de Taiwán: 15,1%; Turquía: 19,5%).

C. Tipos de inversiones accionariales de cartera extranjeras

31. La inversión extranjera en mercados incipientes puede hacerse a través de tres mecanismos principales: la compra directa en las bolsas locales, los fondos regionales o nacionales y la emisión de recibos de depósito en bolsas extranjeras por compañías que cotizan en los mercados incipientes 14/.

32. El volumen de la compra directa en mercados locales dependerá de las circunstancias del mercado que faciliten y estimulen ese tipo de transacciones. En los últimos años, la apertura de las operaciones locales de corretaje y de los bancos de inversión a los extranjeros ha facilitado dichas transacciones. Sin embargo, esta forma de inversiones accionariales de cartera extranjera aumenta la posibilidad de que ejerzan un efecto desfavorable en los mercados incipientes (debido a las salidas de fondos o a la inestabilidad de las cotizaciones).

33. Los fondos regionales o nacionales, que pueden ser abiertos o cerrados 15/, proporcionan al inversionista extranjero las ventajas de los fondos mutuos. Pueden movilizar grandes cantidades de recursos para una efectiva diversificación de la cartera y ofrecen conocimientos especializados sobre sociedades, mercados y economías. Mientras que los fondos abiertos se compran y venden al mismo precio que en el mercado de origen, el precio de los fondos cerrados se fija en el mercado de la transacción. Normalmente, los fondos cerrados se comercian con una prima o un descuento sobre el valor de su activo neto (es decir, el valor que predomina en el mercado de origen). Las primas y los descuentos de cada fondo fluctúan también con el tiempo. Por consiguiente, el inversionista se enfrenta con dos fuentes de riesgo y rendimiento: la primera está asociada a los movimientos del valor del activo neto y la segunda a las variaciones del descuento o de la prima. A finales de 1992 operaban en los mercados incipientes 589 fondos nacionales abiertos y cerrados, que gestionaban activos netos valorados en más de 35.500 millones de dólares 16/.

34. En los últimos años las ofertas públicas y la cotización de acciones de mercados incipientes en mercados extranjeros a través de recibos de depósito aumentaron como consecuencia de la modificación de los requisitos reglamentarios y la reducción de costes 17/. Desde 1991, las emisiones de recibos de depósito en mercados internacionales de capitales han dominado a otras formas de inversiones accionariales de cartera extranjeras en los mercados incipientes.

35. Un recibo de depósito de los Estados Unidos (American Depository Receipt, ADR) es un certificado o un recibo emitido por un banco de los Estados Unidos que representa el título sobre un número especificado de acciones depositadas por una sociedad extranjera en un banco de depósito de su país de origen 18/. Los ADR se negocian libremente en las bolsas de los Estados Unidos, sin que sea necesaria la entrega de las acciones que representan. Los recibos de depósito mundiales (Global Depository Receipts, GDR) son similares a los ADR pero se emiten simultáneamente en las bolsas de todo el mundo 19/. Estos recibos de depósito representan créditos sobre activos exigibles y dan a los inversionistas derecho al pago de

dividendos, al tiempo que proporcionan corrientes de caja y liquidez a su venta.

36. Para los inversionistas extranjeros, los ADR y los GDR presentan la ventaja de su conformidad con las normas de los mercados de valores desarrollados. Además, los ADR permiten a los inversionistas institucionales de los Estados Unidos adquirir títulos de otros países, cuando con mucha frecuencia están obligados a invertir solamente en títulos denominados en dólares. Para las sociedades de países en desarrollo, los recibos de depósito facilitan el acceso a los mercados de capitales internacionales y permiten también una reducción del costo del capital y una mejor visibilidad. Esta posibilidad supone también menores costes de supervisión y menos preocupaciones por el control extranjero en comparación con las compras directas realizadas por extranjeros en los mercados de valores locales. Los recibos de depósito amplían el mercado para las sociedades admitidas a cotizar en mercados incipientes, elevando o estabilizando de esta manera el precio de los títulos a través de una diversificación del riesgo y un aumento de la demanda.

Experiencias de Brasil y México

37. La información facilitada al Grupo de Trabajo Especial sobre corrientes de inversión y financiación por Brasil y México 20/ indica que en estos dos países han crecido recientemente de manera considerable las inversiones accionariales de cartera extranjeras.

38. En 1987, Brasil autorizó a los extranjeros a invertir en las bolsas locales a través de fondos mutuos; en 1991 se autorizó la libre entrada de los inversionistas institucionales extranjeros. Los fondos mutuos incluyen: a) las sociedades de inversión de capital extranjero, que deben poseer como mínimo el 50% de su cartera en acciones; b) las sociedades de inversión de capital extranjero con el 70% como mínimo de su cartera en acciones; c) el Fondo Brasil, que es un fondo cerrado; d) el fondo de conversión de capital extranjero, establecido en el marco del plan de conversión de títulos de deuda en acciones. En 1991, las corrientes totales netas de inversiones accionariales de cartera extranjeras se elevaron a 571 millones de dólares (185 millones de fondos mutuos y 386 millones de inversionistas institucionales). Entre enero y octubre de 1992 pasaron a 1.527 millones de dólares (202 millones de fondos mutuos y 1.325 millones de inversionistas institucionales).

39. México autoriza la inversión extranjera en los mercados de valores nacionales a través de cuatro mecanismos: a) los ADR; b) la suscripción ilimitada de acciones "B" sin derecho de voto; c) la compra de acciones "A" (que previamente estaba limitada a inversionistas mexicanos) a través de un fondo fiduciario que emite certificados a extranjeros; d) fondos nacionales mexicanos. En febrero de 1993 las inversiones accionariales de cartera extranjeras acumuladas llegaron a 25.300 millones de dólares, lo que representaba alrededor del 20% de la capitalización total del mercado. De enero de 1991 a febrero de 1993 este tipo de inversiones alcanzó los 12.000 millones de dólares, de los que 9.500 millones se hicieron por

medio de ADR y GDR. Durante el mismo período, la adquisición total de acciones mexicanas "B" por extranjeros ascendió a 1.553 millones de dólares y las compras por extranjeros de acciones "A" a través de fondos fiduciarios supusieron 817 millones. Desde 1981 se han lanzado 40 fondos mexicanos (incluidos fondos nacionales y mundiales).

II. CONSIDERACIONES RELATIVAS A LOS INVERSIONISTAS EXTRANJEROS

A. Factores que estimulan las inversiones accionariales de cartera extranjeras

40. Los inversionistas extranjeros en mercados incipientes se ven atraídos por los rendimientos elevados de esos mercados y por las posibilidades que ofrecen para diversificar la cartera. La información sobre la composición de los inversionistas extranjeros es escasa; sin embargo se tienen noticias de la participación activa en los mercados incipientes de diversas categorías de inversionistas, motivados por distintos grados de riesgo y rendimiento 21/. Es creencia general que los residentes nacionales de países en desarrollo que tienen una cartera en el extranjero (alimentaria por el rendimiento del capital especulativo) y otros inversionistas privados, así como algunos bancos extranjeros, se interesan ante todo por los beneficios a corto plazo. Los inversionistas institucionales, incluidos los fondos mutuos de inversión, las cajas de pensiones y las compañías de seguros, contemplan el horizonte de la inversión con una perspectiva relativamente larga y se interesan por tasas de rendimiento potencialmente elevadas, combinadas con la diversificación del riesgo.

Rendimiento

41. Como ya se ha dicho, el rendimiento obtenido en los mercados incipientes ha sido excelente. Durante varios años consecutivos los mercados incipientes se han situado entre los que permitían obtener mejores resultados. En 1992 y de acuerdo con los índices de rendimiento de la CFI 22/, los diez mercados más eufóricos eran mercados incipientes, con la excepción de Suiza. El rendimiento bursátil está directamente relacionado con el crecimiento de las exportaciones y el crecimiento del dividendo por acción 23/. Las fluctuaciones del rendimiento guardan también una relación directa con las fluctuaciones de la producción industrial 24/. Sin embargo, el extraordinario aumento reciente de los rendimientos no se puede explicar solamente en términos macroeconómicos. El rendimiento de los mercados incipientes en los últimos tiempos refleja también la influencia de los cambios estructurales que llevaron a los inversionistas a intensificar su demanda de títulos de estos mercados. Los rendimientos en América Latina llegaron a un máximo en 1991 y cayeron bruscamente en 1992, aunque siguen siendo razonablemente elevados en Chile, Colombia y México. Del mismo modo, algunos países asiáticos (Filipinas, India, Malasia, Pakistán y Tailandia), tuvieron también elevados rendimientos en 1991 (aunque menores que en América Latina) y más bajos en 1992 25/. Así, los rendimientos están sometidos a amplias fluctuaciones y, por consiguiente, los riesgos pueden ser también elevados.

Diversificación de la cartera

42. Utilizando modelos de carteras de activos, los analistas del mercado han demostrado que los inversionistas pueden obtener con menor riesgo los rendimientos esperados si incluyen en sus carteras activos ampliamente diversificados. La diversificación de la cartera por países, más que por industrias, puede contribuir notablemente a maximizar el rendimiento y a reducir el riesgo como resultado de una baja correlación de los mercados bursátiles nacionales 26/. Desplazando fondos de mercados que inician el ciclo descendente a mercados que se encuentran en la fase ascendente se crean oportunidades de maximizar el rendimiento cuando los ciclos de mercado no coinciden.

43. Varios estudios que utilizan datos sobre mercados incipientes en el período 1960-1990 han revelado que los inversionistas internacionales han obtenido beneficios importantes de sus inversiones en países en desarrollo 27/. Las conclusiones principales son las siguientes:

- La diversificación de carteras en los mercados incipientes ha tenido la doble consecuencia positiva de aumentar el rendimiento y reducir el riesgo.
- El riesgo sistemático interno ha sido mayor en los mercados incipientes que en los principales mercados desarrollados, pero no necesariamente más elevado que en los mercados desarrollados más pequeños.
- Las correlaciones del rendimiento con respecto a los mercados desarrollados han sido bajas y en ocasiones negativas. Las correlaciones entre los mercados incipientes han sido muy débiles.

44. Sin embargo, a medida que se abren las economías de los mercados incipientes, aumenta la integración mundial de sus mercados de valores. Cabe esperar que una mayor integración aumente la correlación entre mercados incipientes y mercados desarrollados. Las tendencias de los coeficientes de correlación de los índices mundiales de rendimiento entre mercados incipientes y el mercado de los Estados Unidos no muestran de manera terminante que haya aumentado la correlación de esos mercados (cuadro 5). Con la excepción de algunos mercados incipientes (como los de Filipinas, Malasia y Tailandia), en los que hay algunos indicios de aumento de la correlación con los mercados desarrollados a lo largo del tiempo, las correlaciones de otros mercados incipientes se han mantenido bajas y en ocasiones negativas y son muy inferiores a las correlaciones entre mercados desarrollados. Esto indica, por consiguiente, que siguen existiendo grandes oportunidades de aumentar el rendimiento a un riesgo moderado mediante la diversificación de las carteras en los mercados incipientes.

Inversionistas institucionales

45. Con la creciente importancia del ahorro institucional en los países de la OCDE, es de esperar que los inversionistas institucionales se conviertan en una fuente importante de inversión en los mercados financieros. Sin embargo,

los inversionistas institucionales han invertido típicamente menos del 5% de sus valores extranjeros en mercados incipientes (lo que supone menos del 0,2% de su cartera total de valores) 28/. A finales de 1991 las cajas de pensiones y las compañías de seguros habían invertido entre 12.000 y 15.000 millones de dólares en mercados incipientes (lo que equivale al 3% de la capitalización total de los mercados incipientes).

46. Tras un examen de las carteras de los inversionistas institucionales de los países de la OCDE que más han invertido en el extranjero, Baring Securities ofrece algunas indicaciones sobre la composición de esas carteras 29/:

- a) En los Estados Unidos en 1991, el fondo ERISA 30/ invirtió 19.800 millones de dólares en acciones extranjeras, en tanto que los fondos mutuos, los fondos cerrados y los particulares invirtieron otros 23.500 millones de dólares. A finales de 1991, el activo total del fondo ERISA ascendía a 2.725 millones de dólares, de los que el 4,6% aproximadamente estaba invertido en valores extranjeros; se espera que esta proporción llegue al 10% en 1997. El número de fondos mutuos ha aumentado también y sus activos en el extranjero superaron los 30.000 millones de dólares en marzo de 1992. En 1992 había 48 fondos nacionales cerrados que cotizaban en bolsa en los Estados Unidos, con un valor total de su activo de 5.900 millones de dólares.
- b) En el Reino Unido la acumulación de activos extranjeros ha sido importante en las carteras de las cajas de pensiones; la proporción de activos extranjeros con respecto a los activos totales pasó del 6% en 1979 al 26% en 1991. Su distribución geográfica se ha diversificado, pues el 13% de los activos extranjeros se invierte en países distintos de los Estados Unidos, Japón y los países europeos. Los inversionistas extranjeros más importantes del mundo son los inversionistas del Reino Unido, que a finales de 1990 tenían invertidos 175.000 millones de dólares en valores extranjeros; el 75% de esta inversión había sido hecho por los inversionistas institucionales más importantes 31/.
- c) En los Países Bajos, los activos de las cajas de pensiones públicas y privadas se elevaron a unos 350.000 millones de dólares en 1992; los activos extranjeros representaban alrededor del 13% de los activos totales.
- d) En Japón, donde la inversión en bonos extranjeros se duplicó con creces entre 1990 y 1991, la inversión neta en acciones extranjeras descendió de 6.300 millones de dólares (de los que 1.700 millones fueron a parar a mercados incipientes) a 3.600 millones de dólares en el mismo período. La proporción de los valores extranjeros en el total de valores de las compañías japonesas de seguros de vida aumentó del 8,8% en 1984 al 12,3% en 1991. La proporción de acciones extranjeras en la cartera total de acciones de esos aseguradores aumentó también del 7,9% en 1984 al 23,7% en 1991. En cambio, las

sociedades de inversión japonesas redujeron el porcentaje que correspondía a las acciones extranjeras dentro de su activo extranjero total del 65% en 1982 al 15% en 1991, principalmente como resultado de la reducción de las inversiones en los Estados Unidos. Por otra parte, estos fondos de inversión aumentaron sus inversiones en países distintos de los Estados Unidos y Europa, que pasaron de representar el 14% de su inversión extranjera total en 1989 al 31% en 1992.

47. Este breve análisis indica que los recursos en manos de los inversionistas institucionales de los países de la OCDE son enormes, aunque se concentran principalmente en títulos nacionales. Sin embargo, es perceptible una tendencia a diversificar por países y, lo que es más interesante, a invertir en países fuera del sector desarrollado de América del Norte, Japón y Europa. La proporción que corresponde a las acciones dentro de los activos extranjeros ha tendido también a aumentar, pero sigue siendo reducida. Ello podría deberse en parte a la existencia de barreras a las inversiones accionariales de cartera extranjeras, que se examina a continuación.

B. Factores que desalientan las inversiones accionariales de cartera extranjeras

El estado de los mercados incipientes

48. Algunas características de los mercados incipientes citadas como factores que podrían desalentar la inversión extranjera son las siguientes:

- la escasa dimensión;
- la elevada concentración;
- la falta de liquidez, debida al escaso volumen de contratación;
- el escaso número y las escasas dimensiones de las sociedades admitidas a cotizar;
- el escaso número de participantes activos;
- la elevada inestabilidad;
- una reglamentación insuficiente o una escasa capacidad de hacer cumplir las normas, lo que puede estimular las transacciones basadas en información privilegiada y una "mentalidad de casino".

49. Aunque algunas de estas críticas siguen siendo pertinentes porque muchos mercados incipientes se encuentran en su "fase de aprendizaje", se han realizado importantes progresos. En muchos aspectos, algunos mercados incipientes resisten hoy la comparación con los mercados desarrollados. Aunque la capitalización de los mercados incipientes sigue siendo todavía reducida, el coeficiente de rotación, es decir la relación entre el volumen de contratación y la capitalización en algunos mercados incipientes es comparable

al de los mercados desarrollados, lo que refleja la liquidez de esos mercados (cuadro 4).

50. Del mismo modo y con algunas excepciones (Argentina, Colombia, Chile, Filipinas y Venezuela) el coeficiente de concentración de los mercados incipientes, es decir, la proporción del valor total del mercado en manos de las diez compañías principales, es por término medio no superior a la media de los mercados desarrollados. El número de compañías nacionales admitidas a cotizar en los mercados incipientes ha aumentado también y en algunos es en la actualidad bastante elevado.

51. Con el deseo de dar un atractivo internacional a los mercados bursátiles nacionales, los poderes públicos de los países con mercados incipientes están tomando medidas para elevar el nivel y mejorar la reglamentación de los mercados bursátiles 32/. De hecho, muchas disposiciones que regulan la información del mercado y la protección del inversionista se aplican adecuadamente y en numerosos mercados incipientes tienen una calidad internacionalmente aceptable 33/.

52. Pese a los progresos realizados, las escasas dimensiones relativas y la elevada concentración pueden contribuir a la marcada inestabilidad observada en algunos mercados 34/, ya que el escaso volumen de contratación, concentrado en unas pocas acciones, puede variar excesivamente en respuesta a los cambios del mercado. La inestabilidad del rendimiento depende también de la naturaleza de las corrientes de información que fluyen al mercado. Un entorno económico y comercial movedido puede acentuar la inestabilidad. De hecho, los rendimientos son muy variables en los países que no siguen pautas estables en su política monetaria ni en su regulación del tipo de cambio 35/.

Política oficial

53. La política oficial tanto en el país receptor como en el país de origen puede poner obstáculos a las corrientes accionariales internacionales. En el país receptor esos obstáculos pueden resultar de la política fiscal y de la reglamentación de la entrada de extranjeros en los mercados de valores nacionales.

54. La aplicación de impuestos a las ganancias del capital y a los dividendos puede afectar a los rendimientos de las acciones antes de impuestos exigidos por los inversionistas extranjeros, a menos que éstos puedan beneficiarse de un alivio fiscal en forma de crédito o deducción fiscal aplicada por sus autoridades fiscales nacionales 36/. Como algunos países desarrollados (por ejemplo, los Estados Unidos) conceden esa deducción solamente a los impuestos aplicados a los dividendos extranjeros, los impuestos percibidos en el extranjero sobre las ganancias del capital corren en su totalidad a cargo del inversionista extranjero y tienden a aumentar el rendimiento que se exige a las acciones antes de impuestos, elevando así el coste de capital para las empresas emisoras.

55. De los 33 países con mercados incipientes sobre los que se dispone de información 37/, sólo 11 aplican impuestos a los beneficios del capital; 6 de ellos no imponen ni los beneficios del capital ni los dividendos. Al mismo tiempo, los países en desarrollo han liberalizado también la entrada en sus mercados de valores (cuadro 2) y casi todos los principales mercados incipientes permiten la libre repatriación de capital y beneficios.

56. En cuanto a los países de origen, la reglamentación de las inversiones de los inversionistas institucionales puede imponer restricciones importantes a las inversiones accionariales de cartera extranjeras 38/. En la mayoría de los países desarrollados, las instituciones de ahorro, como las compañías de seguro y las cajas de pensiones, tienen limitada la proporción de activos extranjeros en su cartera y suelen estar sometidas a prudentes normas sobre inversiones y diversificación.

57. En Alemania, se aplican normas estrictas a las compañías de seguros, que tienen la obligación de invertir en una categoría limitada y en la misma moneda en que se van a pagar las indemnizaciones. Por consiguiente, estas compañías han invertido solamente una pequeña fracción de su cartera en el extranjero. Además, se prefieren los bonos a las acciones, pues la reglamentación (se aplica un oneroso impuesto a las ganancias del capital) favorece la tenencia de títulos de la deuda sobre las acciones. Del mismo modo, las cajas de pensiones tropiezan con restricciones prohibitivas a la tenencia de activos extranjeros (tope del 5% de los activos totales, equivalencia al 100% entre el pasivo y el activo en la misma divisa y restricciones relativas a la calidad de la inversión).

58. En el Japón, las compañías de seguros y las cajas de pensiones están sometidas a normas menos restrictivas, ya que el límite impuesto a la tenencia de activos extranjeros se ha elevado al 30% de los activos totales. Sin embargo, las compañías de seguros no pueden utilizar las ganancias de capital para pagar dividendos a los titulares de pólizas.

59. En los Estados Unidos, los reglamentos estatales han impuesto fuertes límites a la inversión en el extranjero de las compañías de seguros y de las cajas públicas de pensiones y han establecido restricciones relativas a la calidad de la inversión y a la composición de los activos.

C. Perspectivas de las inversiones accionariales de cartera extranjeras

60. Con la titularización de las corrientes internacionales de capital como telón de fondo, el reciente aumento de las inversiones accionariales de cartera extranjeras en mercados incipientes se explica también por los rendimientos excepcionalmente elevados de estos mercados y por las amplias reformas económicas introducidas en los países donde están situados estos mercados y que han estimulado el crecimiento. Sin embargo, en los dos últimos años el rendimiento de los mercados incipientes se ha desacelerado y en algunos de ellos la inestabilidad ha sido grande. Además, el auge de las corrientes de cartera hacia determinado número de países latinoamericanos se

debió a un regreso del capital especulativo y a la baja de los tipos de interés en los Estados Unidos 39/. Surge, pues, la cuestión de si persistirá en el próximo futuro el actual ritmo de expansión de las inversiones accionariales de cartera extranjeras en mercados incipientes.

61. Con todo, otros factores apoyan la opinión de que existen excelentes perspectivas a plazo más largo de que sigan aumentando las corrientes de inversiones accionariales de cartera extranjeras hacia países en desarrollo. Los continuos progresos realizados en la mejora del nivel de los mercados incipientes y en la mejora de la gestión económica de los países en que están situados darán con toda probabilidad mayor atractivo a esos mercados. El afianzamiento de las bolsas de valores puede reducir la inestabilidad y cabe esperar que unas perspectivas de crecimiento elevado entrañen rendimientos altos. Pese a su creciente integración en el mercado mundial de capitales, tendencia que puede aumentar su correlación con los mercados desarrollados, los mercados incipientes siguen ofreciendo buenas oportunidades de diversificación de la cartera. La correlación entre los mercados incipientes y los mercados desarrollados sigue siendo más baja que la correlación entre mercados desarrollados, y que nuevos mercados incipientes se añadirán a la lista de mercados atractivos a efectos de diversificación de la cartera. Además, el enorme potencial representado por la totalidad del ahorro en poder de inversionistas institucionales de países de la OCDE tratará de encontrar otras salidas distintas de las ofrecidas por los mercados establecidos. A medida que los inversionistas vayan familiarizándose con los mercados incipientes, la relajación de la política que se aplica en los países de origen a la cartera de estos inversionistas institucionales podrá permitir una multiplicación de las inversiones accionariales de cartera extranjeras.

III. CONSIDERACIONES RELATIVAS AL PAIS RECEPTOR

62. Las corrientes de acciones de cartera pueden convertirse potencialmente en una fuente importante de financiación externa y presentan ciertas ventajas sobre la financiación por la emisión de títulos de deuda. Sin embargo, para los países receptores la incidencia de esas corrientes en la gestión de su economía y de su sistema financiero nacional plantea diversos interrogantes que es necesario aclarar.

63. Una primera serie de incógnitas se refiere a la función de los mercados bursátiles en el desarrollo económico. Se ha debatido recientemente el mérito de esos mercados en el contexto de experiencias recientes de países desarrollados 40/. En este marco es necesario discutir diversas cuestiones relativas a la función de los mercados de valores en los sistemas financieros de los países en desarrollo.

64. En segundo lugar, surgen interrogantes en cuanto a las repercusiones de las inversiones accionariales de cartera extranjeras en la gestión macroeconómica y en cuanto a los costes y beneficios de esas corrientes.

65. Por último y teniendo en cuenta el beneficio potencial de atraer financiación mediante acciones del exterior, es necesario abordar ciertas

cuestiones sobre la introducción de cambios en la estructura de los mercados incipientes que eleven su nivel y les hagan atractivos a los inversionistas extranjeros.

A. La función de los mercados de valores

Costes y beneficios de los mercados de valores

66. La función de los mercados de valores se debe examinar en el contexto más general de la relación entre los sistemas financieros y el desarrollo económico. El trabajo de numerosos precursores 41/ sobre la importante función desempeñada por la estructura financiera y la intermediación financiera en el desarrollo económico, seguido del trabajo ampliamente controvertido sobre los efectos de la liberalización financiera en el crecimiento de los países en desarrollo 42/, han contribuido al reconocimiento general de que los sistemas financieros son importantes para el desarrollo económico.

67. Un sistema financiero eficaz debe proporcionar los servicios financieros necesarios para la buena actuación de los agentes económicos, contribuyendo de esta manera al desarrollo económico general. El problema consiste en definir un concepto generalmente aceptable de eficacia financiera, pues la economía desarrolla el tipo de servicios financieros requerido por los agentes económicos, en función de su nivel de desarrollo y de sus estructuras políticas y jurídicas.

68. Pese a estas dificultades conceptuales, es posible identificar algunos requisitos básicos de todo sistema financiero eficaz:

- movilización suficiente de ahorro (incluido el ahorro extranjero) a través de instrumentos financieros;
- intermediación eficaz entre inversionistas y prestatarios;
- asignación eficaz de recursos a los usuarios más productivos.

69. Estas características implican la creación de múltiples tipos diferentes de instituciones e instrumentos financieros que respondan a las distintas preferencias de los inversionistas en materia de tiempo y de rendimiento en función del riesgo y al diferente comportamiento de los usuarios de los fondos desde el punto de vista de la evaluación del coste y de la asunción del riesgo. El sistema financiero debería proporcionar los instrumentos básicos de deuda a corto plazo (tipo depósito o mercado monetario) y a largo plazo (bonos), así como el capital riesgo (acciones e instrumentos afines) suficiente para las diferentes necesidades financieras de la economía. En las economías más adelantadas existen también instrumentos más sofisticados que permiten enfrentarse mejor a las contingencias.

70. A medida que las economías se desarrollan y las necesidades financieras se diversifican, los mercados de valores se tendrán también que desarrollar para competir con el sector bancario y servirle de complemento, reduciendo así el

coste del capital para los prestatarios 43/. Los mercados de valores deberían permitir una diversificación de la propiedad de las compañías, una distribución del riesgo más eficaz y una estructura financiera más sana de las sociedades, al mejorar su coeficiente de endeudamiento. Los mercados ofrecerán a los inversionistas mayores oportunidades de diversificar su cartera en función del rendimiento que deseen y del riesgo que estén dispuestos a asumir.

71. Los mercados de valores secundarios contribuyen también a hacer compatible el horizonte a largo plazo de los prestatarios con la preferencia de los inversionistas por la liquidez a corto plazo. A través del mecanismo de las cotizaciones, se podría conseguir también una asignación más eficaz de la inversión ya que una mala gestión de las sociedades admitidas a cotizar en bolsa puede tener efectos importantes en el precio al que el mercado valora la sociedad. Además, la admisión a cotizar en el mercado de valores implica la necesidad de informar a los inversionistas, lo cual estimulará a las sociedades a mejorar sus normas contables y a dar mayor transparencia a su gestión.

72. Se puede conseguir una distribución del riesgo más eficaz: los inversionistas más propensos a asumir riesgos muestran mayor voluntad de invertir por las posibilidades de distribución del riesgo a través de las ofertas de acciones o de enajenaciones a través del mercado secundario. Al estar más extendida la propiedad de las acciones, el riesgo asociado al nuevo proyecto puede distribuirse entre muchos accionistas, que a su vez se diversifican en diferentes compañías. Con ello se reduce el componente que representa la prima del riesgo en el coste del capital.

73. La reciente historia de las economías en desarrollo añade otros objetivos a los que pueden útilmente servir los mercados de valores. Así, la política oficial que promueve la privatización y la conversión de la deuda en capital es difícilmente aplicable fuera del marco de un mercado de valores. Además, los mercados de valores pueden convertirse en un importante canal para la financiación exterior, pues la financiación por emisión de deuda es más difícil como consecuencia de la crisis de la deuda.

74. Sin embargo, los mercados de valores tienen su coste. El proceso de generar confianza en el inversionista puede ser lento, ya que requiere un mercado amplio, una buena regulación y una capacidad de exigir el cumplimiento de las reglas. El coste de establecer una infraestructura y un marco reglamentario apropiados puede ser importante. Además, el comportamiento de los mercados financieros puede a veces desestabilizar el sistema financiero.

75. En los mercados de valores se producen con frecuencia ciclos debidos a que esos mercados reaccionan con rapidez a los acontecimientos nacionales e internacionales. Las cotizaciones de las acciones pueden ser inestables y no siempre reflejan cambios de las características esenciales 44/. Las "burbujas" especulativas pueden llevar a una sobrevaloración de las cotizaciones y a la caída subsiguiente, en tanto que una infravaloración de las mismas puede llevar a absorciones especulativas y hostiles. Los ciclos del mercado y la inestabilidad de las cotizaciones pueden repercutir de manera

desfavorable en la capacidad de las compañías de movilizar fondos en el mercado primario.

76. Durante las primeras etapas de su desarrollo, los mercados de valores son más sensibles a los ciclos del mercado y a la inestabilidad de precios debido al reducido volumen de los títulos, a la facilidad relativa de manipulación y a la escasa experiencia y complicación de los inversionistas, suscriptores y corredores. Puede haber también obstáculos a la distribución de información y aparentemente las sociedades distribuyen información en menos cantidad y con mayor retraso que en los mercados desarrollados.

77. Las operaciones en los mercados de valores entrañan altos costes de intermediación. Se requiere personal de apoyo en abundancia, incluidos los suscriptores, los agentes de bolsa y los analistas de inversiones. Las sociedades que emiten acciones tienen que pagar el coste de proporcionar información financiera, las comisiones de los suscriptores y otros gastos legales. Sin embargo, tales costes vienen a ser equivalentes a los de los préstamos bancarios.

78. Recientemente, dos grandes corrientes de investigación de la asimetría de la información y el control de las sociedades 45/ han añadido otros elementos al análisis de los costes y beneficios de los mercados y valores.

79. La existencia de una corriente de información asimétrica entre prestatarios (personas iniciadas) y prestamistas (personas no iniciadas) puede llevar a situaciones de racionamiento del crédito y selección adversa. Los iniciados (ejecutivos de las sociedades prestatarias) controlan las operaciones de la sociedad y están mejor informados de sus rendimientos futuros. Los no iniciados poseen menos información sobre las perspectivas de la sociedad y adquieren la información a un determinado coste.

80. En el mercado del crédito bancario, las probabilidades de falta de pago difieren entre los prestatarios debido a factores que los prestamistas no pueden observar. Por consiguiente, los bancos no poseen toda la información necesaria para distinguir los clientes de riesgo de los que van a pagar sin problemas. Esta información imperfecta lleva al racionamiento del crédito al quedar excluidos del mercado crediticio algunos prestatarios aunque el rendimiento esperado de sus proyectos pueda ser superior al de los que reciben el crédito. Además, un aumento del tipo de interés reduce la calidad del prestatario medio, ya que quienes presentan proyectos relativamente seguros son los primeros en abandonar debido al elevado coste del capital (selección adversa). Los altos tipos de interés tienden también a favorecer proyectos más arriesgados con mayores rendimientos esperados pero también con una probabilidad más alta de incumplimiento de las obligaciones financieras.

81. El desarrollo de un mercado bursátil es necesario para financiar los proyectos más arriesgados y conseguir de esta forma la eficacia total de la asignación de capital en un sistema financiero liberalizado. El capital del mercado bursátil puede financiar a los prestatarios arriesgados y productivos excluidos del mercado del crédito a causa de la información imperfecta, que

hace que los bancos se concentren en otros prestatarios seguros y conocidos 46/.

82. Sin embargo, los problemas de la información imperfecta y de la selección adversa correspondiente pueden darse también en los mercados bursátiles y limitar la capacidad de las sociedades de emitir nuevas acciones. La asimetría de la información sobre el valor de los activos actuales de una sociedad hace que el mercado no pueda distinguir entre las buenas sociedades, que emiten acciones en un esfuerzo legítimo por obtener nuevos medios de financiación o diversificar el riesgo, y las malas, que simplemente tratan de colocar activos dudosos. Este problema puede reducir el precio de las acciones de una sociedad y en casos extremos impedir la emisión de nuevas acciones. En algunos mercados desarrollados se ha observado en el pasado que una señal desfavorable asociada a la emisión de nuevas acciones tiende a bajar su cotización. Sin embargo, en Japón y en la República de Corea se suele considerar que el anuncio de una emisión de acciones es un buen signo de oportunidades de inversión favorables para las sociedades y el mercado reacciona positivamente 47/.

83. El racionamiento del crédito derivado de la información imperfecta tanto en los mercados bancarios como bursátiles puede limitar el recurso a la financiación exterior e impulsar a las compañías a recurrir a sus beneficios acumulados 48/. Sin embargo, la reciente reaparición de la emisión de acciones en países en desarrollo 49/ podría indicar que el problema del racionamiento del crédito en los mercados bursátiles está perdiendo importancia.

84. Los estudios sobre el control de las sociedades se ocupan de la forma en que los mercados de capitales controlan la gestión y el funcionamiento de las sociedades. En economías con sistemas financieros "orientados al mercado", como las de los Estados Unidos y el Reino Unido, caracterizadas también por una amplia dispersión de los accionistas, las absorciones se consideran una función central de los mercados de valores para asegurar la buena gestión de las sociedades. En primer lugar, la amenaza de una absorción puede contribuir a la eficacia de la gestión al obligar a los gestores a concentrarse en maximizar el valor de la acción y no en perseguir sus propios objetivos personales. En segundo lugar, cuando se producen fallos de gestión, la absorción hace posible la sustitución del personal ineficaz por otro más capaz.

85. En otras partes, en economías con sistemas financieros de "orientación bancaria", como el Japón y los países de Europa continental, se da menos importancia a la influencia de las absorciones en el cambio del control de la sociedad. En su lugar, los bancos con mucha frecuencia y las familias y el Estado en algunas ocasiones, poseen participaciones accionariales de control que impiden el proceso de absorción y ejercen un poder de control sobre la gestión de la sociedad. Además, los estrechos vínculos existentes entre los bancos y las sociedades ayudan a superar el problema del racionamiento del crédito asociado a la imperfección de la información, pues los bancos se muestran más dispuestos a proporcionar a las sociedades los recursos de

inversión que necesitan. Así, la estructura financiera de las sociedades japonesas ha dependido relativamente de los préstamos bancarios 50/.

86. Se ha dicho que las absorciones socavan las relaciones contractuales entre inversionistas, gestores y empleados. La consecuencia es que quizás no sea posible sostener las inversiones a largo plazo. Así pues, los mercados financieros en los que predominan las absorciones pueden sufrir de "cortoplacismo", es decir, de un horizonte a corto plazo para las decisiones de invertir de las sociedades 51/. Además, se argumenta que las tasas de rendimiento esperadas de la inversión y, por consiguiente, el coste del capital, dictadas por la exigencia del mercado de valores anglosajón de que las acciones repartan dividendos trimestral o semestralmente, son demasiado elevadas, en comparación con el coste del capital en los mercados japonés y alemán.

87. Sobre la base de estas observaciones y de la competitividad supuestamente más elevada en Japón y en Alemania que en los Estados Unidos y el Reino Unido, se han formulado conclusiones sobre el "daño" que los mercados de valores pueden causar a la economía real. Con arreglo a esta opinión, las economías "orientadas al mercado" de los Estados Unidos y del Reino Unido son menos competitivas que las economías de "orientación bancaria" del Japón y Alemania debido a las diferencias en el control de las sociedades que pueden repercutir en la política de inversión de las mismas 52/.

88. Sin embargo, conviene advertir en primer lugar que estas conclusiones se basan en observaciones realizadas en un período muy reciente. En períodos anteriores (en los decenios de 1950 y 1960, por ejemplo), la economía de los Estados Unidos era muy competitiva, aunque operaba dentro del mismo sistema basado en el mercado. En segundo lugar, las razones de la diferencia de competitividad son muy diversas e incluyen factores distintos de los sistemas financieros de los países interesados, tales como las diferencias organizacionales, culturales e industriales. En tercer lugar, en los sistemas de "orientación bancaria", aunque el problema del racionamiento del crédito bancario se puede aliviar en el caso de las empresas establecidas, los recién llegados pueden encontrarse con un racionamiento del crédito y tener que recurrir a otras fuentes de capital riesgo. En cuarto lugar, la posibilidad de que las absorciones ejerzan un efecto negativo en la gestión de las sociedades no invalida otras contribuciones positivas de los mercados de valores, pues las acciones siguen siendo instrumentos financieros importantes para repartir el riesgo y asegurar a las sociedades una estructura financiera sana. (De hecho, pese a la importante función desempeñada por la banca, el mercado bursátil japonés es el segundo del mundo, después del de los Estados Unidos.) En muchos países en desarrollo, el engranaje entre los principales intereses de los bancos y de las sociedades tiene un efecto negativo en la solvencia y la eficacia del sistema financiero; ha contribuido también a impedir la entrada de nuevas compañías en los mercados de productos, disminuyendo así la eficacia del desarrollo industrial. En quinto lugar, en los últimos años los sistemas alemán y japonés parecen mostrar signos de reforma 53/ bajo la presión de la integración mundial y de la liberalización de sus mercados de capitales. Al mismo tiempo la creciente importancia de los inversionistas institucionales en los Estados Unidos y el

Reino Unido puede llevar a una forma diferente de control de las sociedades, pues esos inversionistas estarán en mejores condiciones de observar la gestión de la empresa que los accionistas individuales. Los países en desarrollo pueden sacar conclusiones de estas experiencias.

La movilización de recursos y los mercados de valores en los países en desarrollo

89. De lo expuesto se puede extraer la conclusión general de que un país que tenga un sector industrial bien desarrollado puede obtener beneficios del desarrollo de los mercados bursátiles, que darán mayor dinamismo al modelo de desarrollo al servir de útil complemento al sector bancario proporcionando capital riesgo.

90. Es creciente el número de países en desarrollo que ha establecido mercados de valores, plasmando así su reconocimiento de que los mercados de valores desempeñan una función dentro del sistema financiero (cuadro 2). Hasta el decenio de 1950, inclusive, se habían establecido 14 mercados de valores; en el decenio de 1960 se establecieron 6; en el de 1970, 9; en el de 1980, 10; en 1990-1991, 11. El ritmo de creación de mercados bursátiles se ha acelerado recientemente, como consecuencia de la mayor orientación hacia el mercado de los países en desarrollo y los países de Europa oriental.

91. México 54/, por ejemplo, atribuye a su mercado de valores una importante función como fuente de capital riesgo, como instrumento de aplicación de los programas de privatización, como medio de atraer capital extranjero y como factor que contribuye a la mejora de la gestión de las compañías nacionales. De hecho, el acceso al mercado de acciones nacional obliga a las empresas a mejorar sus normas de contabilidad y su gestión y contribuye a mantener un coeficiente de endeudamiento aceptable.

92. Datos dispersos sobre la contribución de los mercados de valores a la financiación de las sociedades indican que la emisión de acciones se ha desbordado recientemente en los países en desarrollo más adelantados (cuadro 6). Una forma de calcular la importancia de las acciones como fuente de capital de inversión de las sociedades consiste en medir las nuevas emisiones de acciones por sociedades nacionales como porcentaje de la inversión interna bruta 55/. En algunas de las economías en rápido crecimiento del Asia oriental, este porcentaje ha alcanzado niveles elevados en algunos años. Por ejemplo, en la República de Corea las nuevas emisiones de acciones representaron la tercera parte de la inversión interna bruta en 1989. En Tailandia la proporción ascendió al 28% en 1989 y casi al 20% en 1990. En Malasia llegó al 21,6% en 1990, en tanto que en la Provincia china de Taiwán se situó como promedio en el 10% durante el período de 1989-1992. En cambio, los países latinoamericanos recurren menos al mercado de valores para financiar las inversiones, aunque en México la emisión de acciones ha tendido a aumentar en los últimos años.

93. Un estudio comparativo de la experiencia de los mercados incipientes y la de los mercados desarrollados llegó a la conclusión de que la emisión de acciones en varias economías en rápido crecimiento del Asia oriental superó la

norma posterior a la segunda guerra mundial de las economías del Grupo de los 7 y en líneas generales ha sido tan elevada como en los Estados Unidos durante las primeras fases de su proceso de desarrollo 56/. Esta conducta concuerda con la hipótesis de que la emisión de acciones como fuente de financiación tiende a cobrar mayor importancia en la última parte de la fase de desarrollo de una economía en rápido crecimiento, para decaer a continuación.

94. Otro estudio sobre la financiación de las sociedades en países en desarrollo durante el período 1980-1987 concluyó que las sociedades de algunos de los ocho países incluidos en el estudio obtenían de las acciones una parte importante de sus recursos de inversión 57/. El porcentaje que correspondía a la emisión de acciones en la financiación del crecimiento de las sociedades fue el 40,3% en la República de Corea, el 12,3% en Pakistán, el 84,1% en Jordania, el 76% en México, el 11% en la India, el 60,5% en Turquía, el 31,4% en Malasia y el 4,3% en Zimbabue.

95. Finalmente, en algunos países se ha observado una relación positiva entre el crecimiento y el desarrollo de los mercados de valores. Se ha hallado una correlación significativa entre la relación capitalización del mercado bursátil-producto interno bruto y las tasas de crecimiento en el período 1983-1991 en los casos de Brasil, Malasia y Venezuela, en tanto que en otros países, como Jordania, Colombia, México, República de Corea, Tailandia y la India se ha dado también una correlación positiva entre ambas variables 58/. Sin embargo, la dirección causal no puede determinarse con exactitud: ¿es el desarrollo del mercado de valores el que propicia el crecimiento o es el crecimiento el que induce el desarrollo del mercado de valores?

96. Estas observaciones preliminares arrojan luz sobre la función desempeñada por los mercados bursátiles en la movilización de medios de financiación, especialmente en los países en desarrollo dinámicos. En algunos países los mercados bursátiles se desarrollan rápidamente, al mismo ritmo que el crecimiento económico, y cuando la coyuntura es favorable, las empresas acuden a la emisión de acciones para resolver una parte importante de sus necesidades financieras. Sin embargo, es necesario profundizar en el análisis de la contribución que los mercados bursátiles pueden aportar a la eficacia de la asignación de recursos en los países en desarrollo.

B. Efecto macroeconómico y financiero de las inversiones accionariales de cartera extranjeras

Efecto macroeconómico

97. En el período inmediatamente posterior a la crisis financiera resultante de la notable acumulación de deuda en el decenio de 1970, los países en desarrollo intensificaron sus esfuerzos por atraer financiación exterior no creadora de deuda, como la inversión extranjera directa y las inversiones accionariales de cartera extranjeras. La principal ventaja de estas corrientes está en que el servicio del capital importado está ligado al

rendimiento de las inversiones realizadas, lo que permite que los pagos en concepto de servicio se correspondan con la capacidad de pago.

98. Sin embargo, el importante volumen de las corrientes de capital que los países en desarrollo han atraído recientemente ha originado preocupaciones en cuanto al efecto macroeconómico de esas corrientes y el aumento de riesgo que pueden suponer para los mercados de capitales internos causa de salidas imprevisibles. El reciente auge de las corrientes de capital hacia determinado número de países latinoamericanos se ha traducido en una elevación de los tipos de cambio reales (derivada de la elevación de los tipos de cambios nominales en el marco de un régimen flexible de tipos de cambio o de un aumento de la inflación dentro de un régimen de tipos de cambio fijos), que podría amenazar la competitividad de los países receptores. En cambio, el aumento de las corrientes de capital hacia países asiáticos de rápido crecimiento en los últimos años no ha ido acompañado de una elevación de los tipos de cambio reales 59/.

99. Los países han reaccionado a los efectos macroeconómicos de las corrientes de capital aplicando una panoplia de políticas, entre ellas la liberalización completa de la cuenta corriente, la moderación fiscal, operaciones de esterilización, controles de las entradas de capital y ampliación de la banda de fluctuación admisible del tipo de cambio. Estas políticas han contribuido a detener la elevación real del tipo de cambio.

100. En cuanto a las inversiones accionariales de cartera extranjeras, el volumen de esas corrientes en los distintos países no es lo bastante grande para influir de manera significativa en el tipo de cambio real. El efecto negativo se debería más bien a la posibilidad de una retirada masiva o de una inversión acumulativa en acciones en respuesta a las variaciones del rendimiento a corto plazo. Esas salidas podrían producir dificultades de pago y tener un efecto desestabilizante en la economía. Si los residentes están dispuestos a comprar las acciones que los extranjeros desean vender, disminuirán las reservas de divisas. De no ser así, se producirá una brusca caída en las cotizaciones. Sin embargo, esta caída del precio de las acciones podría ser igualmente perjudicial para la economía si afecta a otras partes del sistema financiero y si se prolonga lo bastante para deprimir la inversión y el consumo (a través del efecto riqueza).

101. La experiencia adquirida hasta ahora indica que esos temores de salidas masivas son en gran parte infundados. Inmediatamente después de la apertura de los mercados nacionales se producen algunas salidas netas de fondos pero poco tiempo después los mercados incipientes atraen corrientes netas sustancialmente positivas que a continuación se estabilizan 60/. Se ha concluido también que si bien los inversionistas mundiales "negocian" acciones de mercados desarrollados (cada vez más con instrumentos financieros derivados) en busca de oportunidades de arbitraje, "invierten" en los mercados incipientes, diversificando gradualmente el riesgo. En el período 1986-1992 el coeficiente entre la tenencia media de acciones y el valor total de las transacciones de inversionistas mundiales en acciones extranjeras se situó por término medio en el 2,6 cada año en los mercados desarrollados y el 0,8 en los mercados incipientes 61/. Además, la posibilidad de que haya salidas

desestabilizadoras no se da en el caso del capital obtenido mediante recibos de depósito, que se negocian en el extranjero. Como ya se ha dicho, los recibos de depósito son actualmente el elemento más importante de las inversiones accionariales de cartera extranjeras.

Impacto financiero

102. Se ha observado un aumento de la inestabilidad del rendimiento de los mercados incipientes después de la apertura de esos mercados. Sin embargo, ese aumento no se debió a la inestabilidad de las corrientes accionariales (que, por el contrario, se estabilizaron en el período siguiente a la apertura) ni a la mayor sensibilidad de los mercados de valores extranjeros a los movimientos de precios (que no mostraron ninguna tendencia inestable). El aumento de la inestabilidad de los mercados podría deberse a su mayor eficacia, ya que la nueva información se refleja con mayor rapidez y plenitud en los precios, aumentando la liquidez y la frecuencia de la contratación. Sin embargo, este posible efecto en mercados de por sí inestables podría quizá justificar la liberalización gradual de los mercados de valores nacionales.

103. Por otra parte, las inversiones accionariales de cartera extranjeras producen beneficios a través de la movilización de recursos financieros adicionales, la reducción del coste de capital para las sociedades nacionales y la elevación del nivel de los mercados locales 62/. La emisión de acciones por sociedades nacionales en mercados de capital internacionales a través de ofertas internacionales y recibos de depósito, así como la adquisición por los extranjeros de nuevas acciones emitidas en mercados locales financiará directamente el aumento de la inversión. Incluso en el caso de adquisiciones de acciones por extranjeros en los mercados secundarios se facilita también indirectamente la financiación de las inversiones. En el primer caso cabe esperar que el aumento de riqueza de los inversionistas locales lleve a un aumento de su consumo, lo cual, a su vez, estimularía la producción interna y la inversión; los vendedores de acciones podrían también decidir utilizar parte de su riqueza para financiar otras inversiones. En el segundo caso, el aumento de la demanda extranjera de acciones locales elevará las cotizaciones, lo cual reducirá el coste de capital y estimularía nuevas emisiones de acciones.

104. De hecho, las inversiones accionariales de cartera extranjeras han contribuido a una reducción de los costes de capital de las sociedades nacionales. Al suprimir la segmentación de los mercados locales, la apertura de mercados de valores disminuye el coste del capital social, pues el factor de riesgo sistemático nacional incluido en los rendimientos esperados se reduce y el aumento de la demanda extranjera de acciones locales contribuye también a elevar las cotizaciones 63/. De hecho, las relaciones locales precio-beneficio crecieron en los dos o tres últimos años en determinado número de mercados incipientes 64/, lo que daba a entender la exigencia de un menor rendimiento a las acciones.

105. Por último, se espera que las inversiones accionariales de cartera extranjeras sigan contribuyendo al desarrollo de los mercados bursátiles nacionales. Los inversionistas extranjeros instilarían confianza entre los

inversionistas locales, pedirían oportunamente información cualitativa y protección de las minorías y exigirían una reglamentación adecuada del mercado y de las transacciones. Las inversiones accionariales de cartera extranjeras estimularían también el desarrollo de nuevas instituciones y servicios, la transferencia de tecnología y la formación de personal local.

106. A juicio de las autoridades mexicanas, las inversiones accionariales de cartera extranjeras han tenido un efecto positivo en la economía 65/, al aportar recursos adicionales que completan el ahorro interno y contribuyen a elevar el nivel de los mercados de valores nacionales. Las emisiones de recibos de depósito de los Estados Unidos han exigido la normalización de ciertas prácticas reglamentarias entre México y los Estados Unidos, a fin de brindar oportunidades iguales a todos los participantes.

C. Medidas destinadas a atraer inversiones accionariales de cartera extranjeras

107. Los inversionistas extranjeros se han visto principalmente atraídos por el elevado rendimiento de los mercados incipientes, que se debe en gran parte al crecimiento y a los resultados macroeconómicos de los países donde están situados. Los países que han atraído corrientes de inversiones accionariales de cartera extranjeras son por lo general los que ofrecen perspectivas de un crecimiento elevado y han adquirido competitividad internacional.

108. Dado el alto potencial de ahorro institucional en los países de la OCDE, aun queda espacio para que sigan aumentando las inversiones accionariales de cartera extranjeras en mercados ya establecidos y en otros nuevos. Para estimular esas corrientes, los países tiene que generar la confianza del inversionista reforzando el marco operacional de los mercados de valores locales. Ello requiere dos condiciones previas:

- Un marco de política económica estable y conducente al crecimiento: ello asegurará una amplia oferta de títulos de buena calidad y la demanda suficiente para los mismos.
- Una infraestructura reglamentaria y jurídica institucional suficiente, capaz de servir de base al funcionamiento eficaz del mercado de valores. Los requisitos básicos de una infraestructura suficiente se examinan brevemente a continuación 66/.

i) Creación de instituciones

109. La infraestructura institucional forma la base operativa del mercado: intermediarios que faciliten las transacciones, servicios de gestión de las inversiones y de asesoramiento financiero, agentes de servicios de mercado y similares en las bolsas de valores, mercado no oficial, servicios de información de mercado, sistema de compensación y liquidación de transacciones, transferencia, registro y custodia de los títulos, y agentes de servicios auxiliares como el servicio de contabilidad y verificación de cuentas, el servicio jurídico y el servicio de evaluación financiera y de clasificación de la deuda 67/. El desarrollo de instituciones de ahorro

contractual que pueden intervenir de manera muy activa en las bolsas locales es también un importante paso para reforzar los mercados de valores.

ii) Marco jurídico y normativo

110. Un marco jurídico y normativo adecuado para el desarrollo de un mercado de títulos debería proteger a los inversionistas, promover la confianza del público y garantizar la disciplina del mercado. Tendría cuatro funciones básicas, relacionadas con la prudencia, la protección, la organización y la estructura 68/.

111. En primer lugar, unas normas prudentes establecen requisitos en materia de suficiencia del capital, de custodia de los títulos y de información financiera para los intermediarios, así como un sistema de observancia y cumplimiento de esos requisitos. Se definen también los criterios aplicables a la entrada en el mercado, como la solidez financiera y la competencia técnica, a fin de reforzar la estabilidad del sistema en su conjunto.

112. En segundo lugar, un marco eficaz debe proteger a los inversionistas de las manipulaciones del mercado y la falta de transparencia. Se centrará en la divulgación de información, la claridad de las relaciones contractuales y la responsabilidad fiduciaria estricta. Protegerá al inversionista contra prácticas desleales (como las transacciones de iniciados y la manipulación de precios) a través de la imposición de sanciones a quienes las cometen. Las normas sobre divulgación de información incluirán un sistema jurídico eficaz que especifique y haga cumplir esas normas a todas las sociedades que emiten títulos al público e inscriben valores en bolsa para su negociación en el mercado secundario. Además, esas leyes y normas se apoyaran en la adopción y aplicación de principios de contabilidad y normas de verificación de cuentas generalmente aceptados en la profesión contable, que se adhiere a un estricto código de ética profesional.

113. En tercer lugar, el control organizacional prevé el establecimiento y operación de bolsas de valores, cámaras de compensación y sistemas de información de mercado. Aunque las estructuras normativas de los países son muy variadas, un modelo de reglamentación basado en la autorregulación de las organizaciones del mercado, con frecuencia privadas (como las bolsas de valores, la comisión de normas contables y las asociaciones profesionales de contables y verificadores de cuentas), bajo la supervisión del gobierno, es el que más emplean hoy día los países desarrollados.

114. En los mercados incipientes, el tipo de estructura reglamentaria aplicado depende del grado de desarrollo del mercado y de la medida en que exista la infraestructura correspondiente. En las primeras fases del desarrollo del mercado, las organizaciones estatales o paraestatales (por ejemplo, un mercado de valores operado por el Estado) tienden a ejercer mayor influencia en el mercado. Ello suele suceder porque la infraestructura básica del mercado de títulos no es todavía la apropiada. Los órganos oficiales de reglamentación suelen tener la misión de facilitar el desarrollo del mercado y de dictar normas para la protección de los inversionistas. La autorregulación no ha desempeñado todavía un importante papel. En los últimos años se ha

manifestado una tendencia a establecer una comisión de valores o una organización de tipo similar prácticamente al mismo tiempo que el mercado de valores recibe la autorización legal de iniciar sus operaciones (tal es el caso, por ejemplo, de Polonia y Hungría). En cambio, la India, Tailandia y Malasia, que tienen mercados bastante bien desarrollados, sólo han establecido comisiones de valores en fecha reciente. En estos países había anteriormente un sistema mixto de autorregulación y control oficial de ciertas actividades, como las nuevas emisiones de títulos y el acceso al mercado.

115. En cuarto lugar, el control estructural permite al Estado administrar la forma y la composición general del mercado de valores a través de mecanismos tales como las restricciones a la propiedad extranjera de intermediarios, al tipo de actividad en que pueden participar los intermediarios y a las especificaciones de los instrumentos que se pueden negociar.

116. Por último la aplicación y la observancia de las leyes y principios generales establecidos para la realización de estas cuatro funciones básicas tendrá probablemente tanta influencia en la eficacia, claridad y estabilidad del mercado como la adopción de las propias leyes y principios.

iii) Otras medidas oficiales

117. En los mercados incipientes, el Estado desempeña a menudo una función activa en el desarrollo del mercado bursátil a través de varios incentivos. En las primeras fases del desarrollo del mercado, el Estado dispone de una serie de instrumentos para estimular el crecimiento. El Estado puede:

- reducir el coste de movilización de capital ofreciendo importantes ventajas fiscales a las sociedades que solicitan su admisión a cotizar en bolsa;
- aumentar el número de valores negociables a fin de dar mayor profundidad al mercado, por ejemplo, aconsejando a las sociedades de ciertas dimensiones y con un historial comercial relativamente dilatado que coticen en bolsa;
- reducir los costes de las transacciones estableciendo las comisiones de corretaje a un nivel bajo;
- reducir los costes de infraestructura del mercado financiando (y en último término operando) una bolsa de valores o una organización de compensación de títulos;
- establecer un impuesto bajo o nulo sobre las ganancias del capital.

Cuadro 1

Volumen de las corrientes accionariales de cartera extranjeras hacia países en desarrollo

A. Según el Banco Mundial (compras brutas)

(En miles de millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992
Fondos nacionales	2,2	2,9	1,9	0,6
Recibos de depósito	0,0	0,1	4,9	5,6
Inversión accionarial directa	1,3	0,8	1,5	1,9
Total de las corrientes accionariales de cartera	3,5	3,8	7,9	8,2

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables 1992 - 1993, vol. 1.

B. Según Baring Securities (corrientes netas, es decir, compras menos las ventas de acciones)

(En miles de millones de dólares)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<u>Total</u> (mercados primarios y secundarios)	0,94	1,72	1,33	8,62	12,58	13,15	17,12
<u>Emisión en los mercados primarios</u> (incluidos los recibos de depósito)	0,50	0,00	0,03	0,19	1,25	4,44	6,16
<u>Mercados secundarios</u> (corrientes netas)	0,89	1,72	1,30	8,44	11,33	8,71	10,96
<u>Distribución geográfica: mercados secundarios + recibos de depósito de los Estados Unidos</u>							
América Latina porcentaje del total	0,15 (16,7)	0,28 (16,7)	0,66 (50,4)	4,83 (57,5)	8,98 (78,7)	10,49 (87,7)	8,00 (57,1)
Sudeste asiático porcentaje del total	0,70 (77,8)	1,27 (74,7)	0,58 (44,3)	1,42 (16,9)	1,51 (12,2)	0,85 (7,1)	4,41 (31,5)
Otros mercados incipientes porcentaje del total	0,05 (5,5)	0,15 (8,8)	0,07 (5,3)	2,15 (25,6)	0,92 (8,1)	0,65 (5,4)	1,59 (11,4)
Total	0,90	1,70	1,31	8,40	11,4	11,99	14,00

Fuente: Baring Securities: Cross-Border Capital Flows, A study of Foreign Equity Investment, 1991/1992 Review.

Nota: Los países cubiertos por Baring Securities pueden ser distintos de los cubiertos por el Banco Mundial.

Cuadro 2

Mercados de valores incipientes

País/territorio	Fecha de creación	Número de sociedades admitidas a cotizar en bolsa	Restricciones a la propiedad extranjera
<u>Asia</u>			
China			
Shanghai	1990, 1991 para las (acciones B)	10	Los inversionistas extranjeros sólo pueden comprar acciones B, que tienen la misma categoría que las acciones A ordinarias.
Shenzhen	1990, 1991 para las (acciones B)	9	
Filipinas			
Makati	1965	162	La propiedad extranjera no debe superar el 40% de ninguna sociedad. Los inversionistas extranjeros sólo pueden adquirir acciones de clase B.
Manila	1927	170	
India			
Bangalore	1957	350	Los extranjeros pueden poseer hasta el 5% del capital de las sociedades admitidas a cotizar en bolsa.
Bombay	1875	2 781	
Calcuta	1908	2 456	
Delhi	1947	2 114	
Madras	1937	717	
Indonesia			
Yakarta	1977	155	Los extranjeros no pueden poseer más del 49% de las acciones de una sociedad.
Surabaya	1989	164	
Malasia	1973	366 (3 extranjeras)	En el caso de los bancos y de las instituciones financieras, la propiedad extranjera se limita al 30%, pero puede llegar al 100% en el caso de otros tipos de sociedades.
Nepal	1984	49 (5 extranjeras)	Reguladas por la Ley 2019 de reglamentación de las divisas.
Pakistán			
Karachi	1948	628 (63 extranjeras)	Ninguna.
Lahore	1970	453 (36 extranjeras)	

País/territorio	Fecha de creación	Número de sociedades admitidas a cotizar en bolsa	Restricciones a la propiedad extranjera
Provincia china de Taiwán	1961	256	Las instituciones extranjeras pueden poseer hasta el 5% de las acciones de toda sociedad admitida a cotizar en bolsa; la propiedad extranjera total de toda sociedad admitida a cotizar en bolsa no puede ser superior al 10% de las acciones restantes. Los extranjeros no están autorizados a invertir en ciertas sociedades.
República de Corea	1956	688	La inversión individual extranjera no debe ser superior al 3%, la inversión total extranjera no debe ser superior al 10% del capital de las sociedades admitidas a cotizar en bolsa. Para ciertas sociedades el límite se ha elevado al 25%.
Sri Lanka	1985	190	Los extranjeros pueden adquirir hasta el 40% de las acciones de toda sociedad admitida a cotizar en bolsa, con ciertas excepciones (el 49% en el caso de los bancos).
Tailandia	1960 (reorganizado en 1975)	305	La propiedad extranjera de las acciones está limitada a un máximo del 49% en el caso de las sociedades no financieras y del 25% en el caso de las sociedades financieras.
Hong Kong	1914 (reorganizado en 1986)	413 (27 extranjeras)	Ninguna.
Singapur	1973	163 (14 extranjeras)	La inversión extranjera está limitada sólo en el caso de ciertas industrias como los bancos, las instituciones financieras, las empresas de publicación y transporte.
<u>América Latina</u>			
Argentina			
Buenos Aires	1854 (reorganizado en 1929)	175	Ninguna.
Rosario	1884	172	
Barbados	1987	15	Previa aprobación del control de cambios.
Brasil			
Río de Janeiro	1985	593	Los fondos mutuos y los inversionistas institucionales pueden invertir libremente. Las personas físicas no pueden invertir directamente.
Sao Paulo	1893	565	El límite está en el 49% de las acciones ordinarias con derecho a voto.

País/territorio	Fecha de creación	Número de sociedades admitidas a cotizar en bolsa	Restricciones a la propiedad extranjera
Colombia	1928	80	Ninguna.
Costa Rica	1976	93	Ninguna.
Chile	1890	245	Ninguna.
Ecuador	1969	85 (3 extranjeras)	Ninguna.
El Salvador	1992	-	Ninguna.
Honduras	1990	28	Ninguna.
Jamaica	1969	48	Ninguna.
México	1894	195	Los extranjeros pueden adquirir los siguientes tipos de acciones: acciones de la serie B (suscripción libre), acciones de la serie A (fondos neutros), acciones de la serie C & L (sin derecho a voto).
Panamá	1990	11	Ninguna.
Perú	1970	287	Ninguna.
Trinidad y Tabago	1981	27	Las compras como consecuencia de las cuales los inversionistas extranjeros adquieran la propiedad de más del 30% de una sociedad admitida a cotizar en bolsa requieren autorización.
Uruguay	1867 (reorganizado en 1927)	26	Ninguna.
Venezuela	1947 (reorganizado en 1974)	66	Los inversionistas extranjeros deben haberse inscrito y haber sido aprobados por la Superintendencia de Inversión Extranjera. La propiedad extranjera puede llegar al 100% excepto en el caso de acciones bancarias.
<u>Oriente Medio y Africa</u>			
Botswana	1989	10 (4 extranjeras)	La propiedad extranjera se limita al 25% del capital de las sociedades admitidas a cotizar en bolsa; ningún inversionista extranjero individual puede poseer más del 5%.
Côte d'Ivoire	1976	24	Ninguna.
Egipto	1883 (reorganizado en 1981)	656	Ninguna.

País/territorio	Fecha de creación	Número de sociedades admitidas a cotizar en bolsa	Restricciones a la propiedad extranjera
Ghana	1990	13	Según la Ley de control de divisas, los extranjeros deben obtener la aprobación del Banco de Ghana para invertir.
Jordania	1978	103	Ninguna.
Kenya	1954	57	Ninguna.
Kuwait	1984	39 (10 extranjeras)	Los nacionales de países miembros del Consejo de Cooperación del Golfo pueden invertir en sectores distintos de la Banca y los seguros.
Marruecos	1929 (reorganizado en 1967)	62 (6 extranjeras)	Ninguna.
Mauricio	1989	22	Se preparan disposiciones legales que autorizarán a los extranjeros a invertir en sociedades de inversión por obligaciones y, dentro de los límites aprobados, en el mercado de valores.
Nigeria	1960	153	Restricciones.
Turquía	1986	145	Ninguna.
Zimbabwe	1975	62	Restricciones.
<u>Europa oriental</u>			
Bulgaria	1991	-	Ninguna.
Eslovenia	1990	26	Ninguna.
Federación de Rusia	1991	10	Ninguna restricción sobre los títulos de sociedades: las adquisiciones extranjeras de títulos de propiedad estatal requieren la autorización del Ministerio de Finanzas.
Hungría	1990	23	Actualmente los extranjeros pueden poseer solamente acciones registradas.
Polonia	1991	16	Ninguna.

Fuente: Institutional Investor, octubre de 1992; CFI: Emergency Stock Markets Factbook 1993.

Cuadro 3

Mercados de valores incipientes

Tasas de crecimiento (anuales)

	1976-1980	1980-1985	1985-1990	1990-1992
<u>Capitalización del mercado</u>				
América Latina	171,9	6,2	7,7	79,9
Asia	33,1	-0,1	36,0	23,7
Total mercados incipientes	45,5	1,8	28,7	32,1
<u>Volumen de contratación</u>				
América Latina	29,5	18,4	-2,4	98,9
Asia	31,8	-4,4	99,9	-18,9
Total mercados incipientes	31,4	3,0	77,0	-13,8

Fuente: CFI, Emerging Stock Markets Factbook, varios números.

Cuadro 4

Resumen estadístico sobre los mercados de valores, 1992

	Capitalización (millones de dólares)	Volumen de contratación (millones de dólares)	Coefficiente de rotación %	Porcentaje de capitalización del mercado correspondiente a las 10 sociedades más importantes, a finales de 1992 %	Número de sociedades admitidas a cotizar en bolsa	Porcentaje del volumen de contratación correspondiente a los 10 títulos más activos, 1992 %
	(1)	(2)	(3)=(2)/(1)	(4)	(5)	(6)
<u>América Latina</u>						
Argentina	18 633	15 679	84	68,8	175	72,5
Brasil	45 261	20 525	45	29,3	565	51,2
Colombia	5 644	554	10	78,5	80	62,9
Chile	29 644	2 029	7	53,8	245	57,9
México	139 061	44 582	32	31,7	195	39,4
Venezuela	7 600	2 631	35	59,6	66	80,0
<u>Asia oriental</u>						
Filipinas	13 794	3 104	22	52,2	170	30,6
Provincia china de Taiwán	101 124	240 667	238	30,2	256	15,4
República de Corea	107 448	116 101	108	30,5	688	22,4
<u>Asia meridional</u>						
India	65 119	20 597	32	22,6	6 700	32,2
Indonesia	12 038	3 903	32	39,2	155	61,4
Malasia	94 004	21 730	23	30,9	366	14,0
Pakistán	8 028	980	12	23,0	628	19,1
Tailandia	58 259	72 060	124	28,5	305	36,3
<u>Europa/Oriente Medio/Africa</u>						
Jordania	3 365	1 317	39	49,4	103	31,6
Nigeria	1 243	23	2	48,5	153	53,6
Turquía	9 931	8 191	82	39,9	145	11,4
Zimbabwe	628	20	3	36,5	62	47,7
<u>Mercados desarrollados</u>						
Alemania	348 138	892 037	256	40,4	665	...
Canadá	243 018	83 448	34	30,8	1 119	...
Estados Unidos	4 757 879	2 678 523	56	14,9	7 014	...
Francia	350 858	125 052	36	28,7	786	...
Japón	2 399 004	635 261	26	16,5	2 118	...
Reino Unido	838 579	382 996	46	24,2	1 874	...
Suiza	195 285	75 407	39	53,5	180	...

Fuente: CFI, Emerging Stock Markets Factbook 1993.

Cuadro 5

Coefficientes de correlación del rendimiento mensual
con el índice de los Estados Unidos

País/territorio	1976-1980	1981-1984	1984-1988	1988-1992
Argentina	-0,052	0,071	-0,04	0,03
Brasil	-0,023	0,057	0,08	0,14
Chile	-0,172	-0,133	0,20	0,15
India	0,269	-0,071	0,04	-0,16
Jordania	0,379	0,080	0,03	0,24
Malasia	...	...	0,16	0,53
México	0,223	-0,102	0,26	0,31
Filipinas	...	...	0,28	0,40
Rep. de Corea	0,231	0,148	0,04	0,20
Provincia china de Taiwán	...	...	0,17	0,12
Tailandia	-0,358	0,235	0,27	0,41
Turquía	...	...	0,26	-0,13
Zimbabwe	-0,035	0,181	0,22	0,03
EAFE <u>a/</u>	...	...	0,41 <u>b/</u>	0,45

Fuente: Los resultados de 1976-1980 y 1981-1984 han sido tomados de: V. Errunza y P. Padmanabhan: "On benefits of portfolio investments in emerging markets", Financial Analysts Journal, julio-agosto de 1988, págs. 76 a 78.

Los datos de 1985-1990 y 1987-1992 proceden de CFI, Emerging Stock Markets Factbook, 1989, 1993.

a/ Índice compuesto de Europa, Australia y el Lejano Oriente.

b/ 1985-1989.

Cuadro 6

Capital obtenido por sociedades nacionales en los mercados de valores, 1989-1992

(Tipo de cambio de fin de año)

	1989			1990			1991			1992		
	Total (en millones de dólares)	Porcentaje de la capitalización del mercado	Porcentaje de la inversión interna bruta	Total (en millones de dólares)	Porcentaje de la capitalización del mercado	Porcentaje de la inversión interna bruta	Total (en millones de dólares)	Porcentaje de la capitalización del mercado	Porcentaje de la inversión interna bruta	Total (en millones de dólares)	Porcentaje de la capitalización del mercado	Porcentaje de la inversión interna bruta
Argentina	5,0	0,1	0,4	189,0	5,8	2,6	263,1	1,4	...	311,5	1,7	...
Brasil	189,7	0,4	0,7	243,6	1,5	0,6	314,4	0,7	0,1	233,1	0,5	...
Chile	...	...	...	...	...	...	183,0	0,6	3,5	479,3	1,6	6,9
México	591,1	2,6	1,7	1 078,0	3,3	2,5	3 433,1	3,5	6,3	4 851,2	3,5	...
Turquía	...	...	...	...	...	...	2 066,1	13,2	11,7	1 178,5	11,9	...
Hong Kong	2 242,9	2,9	13,0	2 662,3	3,2	13,5	4 904,3	4,0	21,3	13 220,4	...	...
Malasia	592,8	1,5	5,3	2 994,8	6,2	21,6	1 235,1	2,1	...	3 624,6	3,9	...
República de Corea	21 585,0	15,3	32,4	4 072,9	3,7	4,6	3 545,1	3,7	3,4	2 278,6	2,1	2,2
Singapur	512,6	1,4	4,8	1 259,5	3,7	9,4	...	...	...	...	...	...
Taiwán	3 254,4	1,4	10,0	3 537,3	3,5	10,1	4 310,7	3,5	10,6	4 696,9	4,6	9,9
Tailandia	6 008,3	23,4	28,04	5 701,3	23,9	19,8	2 359,7	6,6	...	2 147,9	3,7	...

Fuente: Rapport de la Federation International de Bourses de Valeur, varios números.
CFI, Emerging Stock-Markets, Factbook, 1993.
Banco Mundial, World Tables 1993.

Notas

1/ Banco Mundial, World Debt Tables, 1992-93, vol. 1. Otras fuentes dan cifras mucho más elevadas. Baring Securities, por ejemplo, estimaba que las corrientes netas de capital en acciones hacia los mercados incipientes de los países en desarrollo pasaron de 940 millones de dólares en 1986 a 8.630 millones en 1989 y a 17.120 millones en 1992 (cuadro 1).

2/ FMI: Private Market Financing for Developing Countries, Wáshington, D.C., 1992.

3/ Son escasos los datos sobre bonos convertibles emitidos por países en desarrollo. Una fuente de información sobre bonos convertibles emitidos por compañías del Asia oriental indicaba un total de unos 1.000 millones de dólares en el período 1986-1991. Véase K. K. H. Park y A. W. Van Agtmael, editores: The World's Emerging Stock Markets (Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1993), pág. 35.

4/ Por mercados de valores incipientes se entienden los mercados de valores establecidos en países/economías en desarrollo y en países de Europa oriental.

5/ Véase un análisis de la titularización de los mercados financieros de la OCDE en OCDE: Financial Market Trends, N° 55, junio de 1992, "Special Features, World Securities Markets: Looking Ahead", págs. 13 a 42. Véase también, Banco de Pagos Internacionales (BPI): 62nd Annual Report, 1991/92, capítulo VIII: Structural aspects of financial markets and prudential supervision.

6/ En 1990, los activos financieros en poder de inversionistas institucionales, expresados en porcentaje de los activos financieros nacionales en los principales países de la OCDE oscilaron entre el 26,4% (Japón) y el 58,6% (Reino Unido). Véase BPI: 62nd Annual Report, op. cit., pág. 194.

7/ Los 26 países/economías que admiten la entrada libre son: Argentina, Bulgaria, Colombia, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Chile, Ecuador, Egipto, El Salvador, Eslovenia, Federación de Rusia, Honduras, Hong Kong, Jamaica, Jordania, Kenya, Malasia, Marruecos, Panamá, Pakistán, Perú, Polonia, Singapur, Turquía, Uruguay y Venezuela. Los 9 países que conceden una entrada relativamente libre (límites a la propiedad extranjera) son Botswana, Brasil, Filipinas, Indonesia, México, República de Corea, Sri Lanka, Tailandia y Trinidad y Tabago. Los 11 países/economías que imponen restricciones (bien sea el cierre de los mercados o la limitación de la inversión extranjera a ciertos tipos de acciones) son: Barbados, China, Ghana, Hungría, India, Kuwait, Mauricio, Nepal, Nigeria, Provincia china de Taiwán y Zimbabwe.

8/ Estos países son los países más importantes que tienen acceso a mercados internacionales de valores a través de recibos de depósito de los Estados Unidos, recibos de depósito mundiales, o de fondos nacionales, regionales o mundiales. Véase Sudashan Gooptu: Portfolio Investment Flows to

Emerging Markets, documento presentado al simposio del Banco Mundial sobre inversiones de cartera en países en desarrollo, 9 y 10 de septiembre de 1993.

9/ Véase Corporación Financiera Internacional: Emerging Stock Markets Factbook, varios números (Washington, D.C.).

10/ Véase J. Mullin "Emerging Equity Markets in the Global Economy", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, verano 1993.

11/ En Alemania y Suiza parte de la capitalización del mercado correspondiente a las diez compañías más importantes era del 40 y el 53% respectivamente a finales de 1992.

12/ En México, por ejemplo, de las 252 compañías admitidas a cotizar en Bolsa (en febrero de 1993), 21 tenían un volumen de transacciones elevado, en 46 el volumen era moderadamente elevado y en las restantes era bajo. Véase Case study submitted by Mexico, TD/B/WG.1/Misc.3/Add.1, parte II.

13/ Véase Mullin, op. cit.

14/ Véase una descripción detallada de estos mecanismos en V. Errunza: "Capital markets, foreign portfolio investment, and economic development", documento de antecedentes UNCTAD/GID/DF/4, preparado para el tercer período de sesiones del Grupo Especial de Trabajo sobre Corrientes de Inversión y de Financiación.

15/ Fondo cerrado es aquel que recibe del público y otras instituciones una suma inicial de dinero que se invierte en títulos de un determinado mercado o conjunto de mercados. Las acciones de los fondos cerrados se negocian en los principales mercados de valores extranjeros, distintos del mercado bursátil de origen que proporciona los activos exigibles. Fondo abierto es aquel que compra y vende acciones en los mercados locales en respuesta a depósitos netos o a retiradas del fondo por inversionistas. Estos fondos sólo se pueden establecer en países en los que el mercado bursátil tiene una liquidez elevada y no hay control de cambios, y pueden operar en pequeña escala.

16/ Corporación Financiera Internacional: Emerging Stock Markets Factbook 1993.

17/ Por ejemplo, en Estados Unidos el artículo 144a de la Securities and Exchange Commission ha reducido los requisitos de registro/información en el caso de inversiones de títulos privados, facilitando así la emisión de recibos de depósito de los Estados Unidos por compañías que cotizan en los mercados incipientes.

18/ En mayo de 1991 la emisión de ADR por valor de 2.000 millones de dólares de los EE.UU. por la compañía mexicana Telmex constituyó la mayor emisión hecha por un país en desarrollo.

19/ En 1991, Samsung Electronics de la República de Corea fue la primera compañía de un país en desarrollo que emitió un GDR.

20/ Véase Case study submitted by Brazil, Part II: TD/B/WG.1/Misc.3/Add.6 (24 de junio de 1993) y Case study submitted by Mexico, Part II, op. cit.

21/ Véase Sudashan Gooptu: Portfolio Investment Flows to Emerging Markets.

22/ CFI, Factbook 1993, pág. 8.

23/ Véase Mullin: "Emerging Equity Markets in the Global Economy".

24/ Véase E. Han Kim y Vijay Singal: "Opening of Stock Markets by Emerging Economies: Effect on Portfolio Flows and Volatility of Stock Prices", documento presentado al Simposio del Banco Mundial sobre inversiones de cartera en países en desarrollo, 9 y 10 de septiembre de 1993.

25/ Véase CFI, Factbook 1993, pág. 41.

26/ En cuanto a las ventajas de la diversificación por países sobre la diversificación por industrias, véase, por ejemplo: I. Meric y C. Meric: "Potential gains from international portfolio diversification and inter-temporal stability and seasonality in international stock market relationships", Journal of Banking and Finance, 13, 1989.

27/ Véase un análisis de estos estudios en V. R. Errunza: "Emerging markets: some new concepts", Journal of Portfolio Management, de próxima aparición en 1994.

28/ Véase: M. Ahmed y S. Gooptu: "Portfolio investment flows to developing countries", Finance and Development, marzo de 1993.

29/ Baring Securities, op. cit.

30/ Fondo regulado por la Ley de seguridad de ingresos de los empleados jubilados (Employee Retirement Income Security Act (ERISA)) de 1974.

31/ Según S. Gooptu, op. cit.

32/ Por ejemplo, y según la prensa, Argentina (Financial Times, 10 de agosto de 1993), Tailandia (Financial Times, 4 de junio de 1993), y China (Financial Times, 26 de mayo de 1993) han introducido últimamente reformas en la reglamentación de sus mercados de valores a fin de atraer a inversionistas extranjeros.

33/ Véase CFI: Factbook 1993, pág. 26.

34/ Conviene precisar que en algunas ocasiones los mercados maduros pueden presentar una notable inestabilidad, como sucede por ejemplo en el caso del Japón.

35/ Mullin, op. cit., encontró una estrecha correlación entre la desviación típica de los rendimientos de las acciones por una parte y la desviación típica del crecimiento del dividendo por acción en dólares, la inestabilidad del tipo de cambio, la inestabilidad de la inflación y la inestabilidad del crecimiento de las exportaciones, por otra.

36/ Véase un análisis de la incidencia de los impuestos en el rendimiento que se exige a las acciones antes de impuestos en Asli Demirgüç-Kunt y Harry Huizinga: Barriers to Portfolio Investments in Emerging Stock Markets (Banco Mundial, Working Paper WPS 984, octubre de 1992).

37/ Véase CFI: Factbook 1993, pág. 27, cuadro sobre la imposición de inversionistas institucionales de Estados Unidos a finales de 1992.

38/ La información sobre los reglamentos aplicados en los países de origen procede de: Banco Mundial: Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1993, págs. 41 y 42.

39/ UNCTAD: Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 1993, publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.93.II.D.10, pág. 122 (de la versión inglesa).

40/ Véase Ajit Singh: "The stock market and economic development: Should developing countries encourage stock markets?" en UNCTAD Review, 1993, N° 4, págs. 1 a 28. Singh sostiene que "incluso en los países adelantados con mercados que funcionan correctamente, el mercado de valores puede probablemente causar más daño que beneficio a la economía real".

41/ M. Gertler brinda un buen análisis de la literatura sobre la interacción real y financiera en "Financial structure and aggregate economic activity: an overview", Journal of Money, Credit and Banking, vol. 20, N° 3 (agosto de 1988, Part 2). Los principales tratadistas de la relación entre las estructuras financieras y el desarrollo económico son: R. W. Goldsmith: Financial Structure and Development (Yale University Press, New Haven, Connecticut, 1969), Gurley, J.: "Financial Structures in Developing Economies", en D. Krivine, ed.: Fiscal and Monetary Problems in Developing States (Nueva York, Praeger Publishers, 1967), Patrick, H.: "Financial development and economic growth in underdeveloped countries", Economic Development and Cultural Change, 14 de enero de 1966.

42/ Los efectos de la represión financiera sobre el crecimiento han sido analizados por: Gurley J. y Shaw, E. S. en: "Financial Structure and Development", Economic Development and Cultural Change, abril 1967, McKinnon, R. Money and Capital Economic Development (Brookings Institution, Washington, D.C., 1973). Muchos países en desarrollo siguiendo en numerosas ocasiones los consejos de instituciones financieras internacionales, han aplicado políticas de liberalización financiera con distintos resultados.

43/ Véase un análisis similar de la función de los mercados de valores en V. R. Errunza: "Capital market, foreign portfolio investment and economic development".

44/ La caída mundial de los mercados de valores de octubre de 1987 se ha atribuido en parte por algunos analistas a la existencia de "burbujas" especulativas, basadas en la sobrevaloración de las acciones en el período de auge precedente a la caída. Un largo período de elevación de las cotizaciones hizo generar fuertes esperanzas de nuevos aumentos futuros; a medida que crecía el grado de sobrevaloración iba aumentando también la presión hacia una fuerte corrección a la baja. Un pequeño choque externo (como la incierta situación económica internacional en aquella época) llevó entonces a un derrumbamiento de las cotizaciones. Sin embargo, otros analistas han demostrado que las cotizaciones no estaban sobrevaloradas y que la crisis de octubre de 1987 se debió principalmente a otras causas institucionales, como el fallo temporal de ciertos mecanismos del mercado. Véase un detallado análisis de la crisis de octubre de 1987 en Banco de Pagos Internacionales, 58th Annual Report 1987/88 (Part IV: Developments in domestic financial markets).

45/ Dada la amplia literatura existente sobre estos dos temas, sólo se citan aquí a título de referencia los artículos de mayor interés en el contexto de este documento. Sobre la información asimétrica véase: Stiglitz, J. E. y Weiss, A: "Credit rationing in markets with imperfect information", American Economic Review, 71, 1981; Stiglitz, J. E. "Financial markets and development", Oxford Economic Review of Economic Policy, vol. 5, N° 4, invierno 1989; Cho, Y. J.: "Inefficiency from financial liberalization in the absence of well functioning equity markets", Journal of Money, Credit and Banking, 18 (2), 1986. Sobre el control de las sociedades: J. Franks y C. Mayer: "Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the United Kingdom", Economic Policy, 1990; T. Jenkinson y C. Mayer "The assessment: corporate governance and corporate control": Oxford Review of Economic Policy, vol. 8, N° 3, otoño 1992; Ajit Singh: "The stock market and economic development...".

46/ Este argumento fue desarrollado por Y. J. Cho, op. cit., que llegó a la conclusión de que la liberalización total del sector bancario no llevaría a una asignación eficaz del capital si no existen mercados bursátiles que funcionen perfectamente.

47/ Kim E. H.: "Issuing stocks in Korea" en Research in Pacific Basin Capital Markets (Elsevier Science Publisher, North Holland, 1989).

48/ Véase C. Mayer: "The assessment: financial system and corporate investment", Oxford Review of Economic Policy, vol. 3, N° 4, invierno de 1987.

49/ Sobre las nuevas acciones en los Estados Unidos, véase: E. M. Remolona, R. N. McCauley, J. S. Ruud y F. Iacono: "Corporate Refinancing in the 1990s"; Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, invierno 1992-93. En cuanto a Alemania, véase: "Learning to love equity", The Economist, 3 de julio de 1993, págs. 73 y 74.

50/ Véase J. Corbett "International perspectives on financing: evidence from Japan", Oxford Review of Economic Policy, vol. 3, N° 4, invierno de 1987.

51/ Véase, por ejemplo, Franks y Mayer, op. cit. y Jenkison y Mayer, op. cit.

52/ Argumento expuesto por Ajit Singh, op. cit.

53/ Los pequeños accionistas de Alemania y Japón presionan a las sociedades para que acentúen el control de la gestión (Financial Times, 1° de julio y 1° de octubre de 1993).

54/ Véase: Case study submitted by Mexico.

55/ Puede argüirse que en algunos casos el capital obtenido mediante emisión de acciones podría no dedicarse en su totalidad a aumentar la inversión de las sociedades. Sin embargo, a nivel agregado las empresas tienden a utilizar los fondos obtenidos con la emisión de acciones para financiar sus inversiones a largo plazo y no sus gastos corrientes.

56/ Mullin: "Emerging equity markets in the global economy", en particular páginas 72 a 75.

57/ Ajit Singh y Javed Hamid: Corporate financial structures in developing countries Technical Paper N° 1, CFI, Wáshington, D.C., 1992.

58/ Los coeficientes de correlación entre la relación capitalización del mercado bursátil-producto interno bruto y las tasas de crecimiento son los siguientes: Brasil, 0,66; Venezuela, 0,63; Malasia, 0,57; Jordania, 0,47; Colombia, 0,47; República de Corea, 0,45; México, 0,43; Tailandia, 0,42; India, 0,40.

59/ Véase V. Corbo y L. Hernández: "Macroeconomic adjustment to portfolio capital inflows: Rationale and some recent experiences", documento presentado en el simposio del Banco Mundial sobre inversiones de cartera en países en desarrollo, 9 y 10 de septiembre de 1993.

60/ Han Kim y Singal, op. cit., utilizando datos sobre las inversiones de cartera de Estados Unidos en mercados incipientes, han concluido que en los mercados incipientes que han abierto de par en par sus puertas a la inversión extranjera (después de un período de entrada limitada de corrientes extranjeras), las corrientes accionariales netas fueron negativas en los primeros meses después de la apertura, para hacerse a continuación ampliamente positivas. Además, la inestabilidad media de las corrientes durante el período siguiente a la apertura es muy inferior a la inestabilidad media de las corrientes durante el período precedente a la apertura.

61/ M. Howell (Baring Securities): "Institutional Investors as a Source of Portfolio Investment in Developing Countries", 9 y 10 de septiembre de 1993.

62/ Véase un análisis de los beneficios de las inversiones accionariales de cartera extranjeras en V. R. Errunza: "Capital market, foreign portfolio investment and economic development".

63/ Han disminuido los costes de capital de las compañías de países en desarrollo que han negociado recibos de depósito de los Estados Unidos; véase: Banco Mundial, Global Economic Prospects... Del mismo modo, existen pruebas, basadas en los fondos nacionales que cotizan en las bolsas americanas, de que la introducción de fondos nacionales en mercados desarrollados ha aumentado los precios de los activos exigibles negociados en los mercados incipientes de origen. Sobre esto último véase V. Errunza, L. Senbet e I. Diwan: "Country funds: theory and evidence", documento presentado en el simposio del Banco Mundial sobre inversiones de cartera en países en desarrollo, 9 y 10 de septiembre de 1993.

64/ Las relaciones precio-beneficio crecieron en 1990-1992 en Argentina, Colombia, Chile, India, México, Nigeria, Pakistán, Venezuela: véase CFI, Factbook 1993.

65/ Véase: Case study submitted by Mexico.

66/ Los requisitos de infraestructura se tratan en: A. W. Van Agtmael, Emerging Securities Markets (Euromony Publications, Londres, 1984); R. Pardy: "Institutional reform in emerging securities markets", documentos de trabajo del Banco Mundial, WPS 907, mayo de 1992; T. M. Chuppe y M. Atkin: "Regulation of securities markets", documento de trabajo del Banco Mundial WPS 829, enero de 1992; V. Errunza: "Capital markets, foreign portfolio investment and economic development".

67/ Este examen del marco institucional, jurídico y reglamentario y de la función del Estado en el desarrollo de los mercados se basa ampliamente en R. Pardy, op. cit. y Chuppe y M. Allin, op. cit.

68/ Véase Dimitri Vittas: "The impact of regulations on financial intermediation", documento de trabajo del Banco Mundial WPS 746, agosto de 1991.
