
Los mercados de valores emergentes y la cooperación regional

• • • • • ANA MARÍA ÁLVAREZ Y KÁLMÁN KALOTA*

Los mercados de capitales emergentes son un elemento fundamental en la movilización nacional y regional de los recursos de los países en desarrollo.¹ La escasez de recursos externos a que se enfrentaron en el decenio de los ochenta despertó en ellos el deseo de contar con mercados de capitales bien desarrollados.

La necesidad de basarse en mayor medida en fuentes propias para financiar el desarrollo económico, en particular con flujos financieros que no generen deuda,² continuó siendo prioritaria aun después de que se logró aliviar la crisis de la deuda con medidas orientadas al mercado (reducción de la deuda y de su pago, intercambio de deuda por capital, etc.).

La mayoría de los estudios sobre los mercados de capitales se centra en cómo mejorarlos en el ámbito de las economías

de los diferentes países y en cómo integrarlos a la red financiera mundial. Ello se enfrenta a problemas relacionados con el tamaño reducido de las economías que se traduce en una oferta limitada de acciones negociables y vulnerabilidad de los mercados, así como escasa capacidad de éstos para resistir los efectos negativos de la volatilidad temporal de los grandes mercados de capitales en los pequeños (además de los problemas internos de volatilidad), entre otras dificultades.

Toda vez que los mercados de capitales no se han desarrollado a la par de la actividad económica, en este trabajo se intenta incluir el tema de la cooperación regional, tantas veces soslayado, en las propuestas de solución de los problemas de capital y financiamiento de la deuda. En este sentido se examina la experiencia de los mercados de capitales emergentes, es decir, los del único grupo de países en desarrollo que ha creado un sistema financiero relativamente complejo para atender a sus mercados internos en expansión. Se considera que las naciones que cuentan con un mercado de valores incipiente pueden aprovechar la experiencia de los emergentes a fin de contar con recursos nacionales, regionales e internacionales y, de esa manera, cumplir con las condiciones que han convertido a dichos mercados en una atractiva oportunidad de inversión.

Aunque en sentido estricto las formas de operar de los mercados emergentes de capital no pueden aplicarse a todas las economías en desarrollo, éstas, para diversificar sus recursos financieros mediante la expansión de sus mercados de valores, pueden aprovechar la experiencia y los mecanismos financieros de los países de la región que ya cuenten con bolsas de valores a fin de establecer redes regionales de capital.

1. En este trabajo el término mercados emergentes se emplea para mercados en desarrollo y no desarrollados de Europa del Este y Asia.

2. Tales flujos toman las siguientes formas: concesiones bilaterales oficiales, inversión directa privada y valores privados en cartera. Los dos últimos generalmente se canalizan por medio de los mercados de capital institucionalizados, ya sea en los centros (internacionales) desarrollados o en los mercados de capital en desarrollo.

* *Funcionarios de Asuntos Económicos de la UNCTAD. Este artículo es la versión abreviada del documento de trabajo núm. 79 de la UNCTAD, publicado en inglés en febrero de 1994. Las opiniones expresadas son responsabilidad exclusiva de los autores. Traducción de Adriana Hierro.*

Los mercados emergentes en el sistema financiero internacional

En 1991 y 1992 los mercados de valores emergentes representaron 6.4 y 7.7 por ciento de la capitalización del mercado mundial. En los flujos transfronterizos y transbursátiles de compraventa de acciones representativas del capital social se estima que participaron con 7.2% en 1991. Este papel marginal contrasta con los pronósticos optimistas que prevén una mayor participación de los mercados emergentes en el mercado financiero internacional del futuro.³ Conforme a tales previsiones, en el próximo siglo aquellos mercados sólo recuperarán la posición natural que perdieron en la primera mitad del siglo XX. En 1913 el capital invertido en lo que ahora se denominan emergentes representaba 43.2% de la cartera accionaria extranjera promedio en el sector privado británico, en tanto que 56.8% de los activos se invirtieron en los mercados desarrollados.

Si bien es cuestionable que en el futuro cercano se pueda participar con casi la mitad de los flujos de capital internacional, hay varios factores en las operaciones transfronterizas que confieren a los mercados emergentes una importancia cada vez mayor. Ese optimismo se basa en las similitudes entre las características del mercado mundial actual y el de hace un siglo, como los movimientos de capital cada vez más importantes hacia los mercados emergentes, el predominio de la inversión en cartera sobre la directa en los flujos financieros transfronterizos y el control de los mercados por los inversionistas institucionales (fondos de pensiones y de inversión y seguros de vida).

Un nuevo fenómeno ha surgido en este fin de siglo: el dominio de la compraventa transfronteriza de valores en las corrientes de dinero. En 1991, el Baring Securities calculó un flujo de capital mundial (capital bruto) de 2.1 billones de dólares.⁴ En ese año una de cada cinco operaciones de capital correspondía a acciones del exterior o de inversionistas extranjeros, en tanto que en 1979 la relación era una de cada 16. Debido a que las empresas prefieren el financiamiento de capital más que la deuda, podrán beneficiarse del incremento de los flujos internacionales de capital.

Participantes en los mercados de valores nacionales y regionales

Los agentes económicos que participan en la reglamentación y operación de las bolsas de valores regionales y nacionales pueden clasificarse en privados y públicos y nacionales y regionales (e internacionales). Véase el recuadro 1.

3. Baring Securities, *International Equity Flows: Re-emerging Markets*, Londres, 1992, p. 3.

4. *Ibid.*, p. 5.

Hay tres tipos principales de participantes privados nacionales en la operación de las bolsas de valores: bolsas de valores (títulos), los mercados paralelos y los extrabursátiles (OTC, sigla de *over the counter market*). Cualquier programa que prevea el establecimiento de bolsas de valores regionales debe considerar los intereses de esos participantes, los cuales determinan los procedimientos de cooperación (consenso entre los mercados participantes). En la mayoría de los países, las bolsas de valores se diferencian claramente del sector bancario. Por el contrario, los mercados paralelos y extrabursátiles, sobre todo en las naciones que adoptaron el modelo bancario universal, pueden estar dominados por bancos comerciales o por las filiales de éstos que operen valores.

Las bolsas de valores tienen un papel importante en los mercados bursátiles regionales y nacionales porque combinan las funciones de: a) una asociación de intermediarios (corredores); b) una institución de servicio para inversionistas, y c) órganos de (auto)reglamentación del mercado. Las bolsas también tienen relevancia como instancias de autorreglamentación, en particular en el mercado secundario.

El segundo grupo destacado de participantes privados son las instituciones nacionales de custodia, liquidación y compensación.⁵ En los países que carecen de instituciones centrales nacionales, los bancos comerciales realizan las funciones de liquidación y compensación.

Los organismos centrales de custodia, liquidación y compensación tienen un papel crucial en la automatización. Todo convenio transfronterizo dependerá inevitablemente de la participación de aquéllos en el manejo de operaciones.

El tercer grupo de participantes privados nacionales incluye a las sociedades registradas, las casas de bolsa y los inversionistas particulares e institucionales. Cualquier intercambio intrarregional tendrá por objetivo dar servicio a estos agentes económicos. Por último, todo proyecto relacionado con las bolsas de valores regionales requerirá de las empresas privadas de telecomunicaciones para establecer vínculos aceptables entre los mercados y los participantes.

Los programas creados por los mercados de valores nacionales cumplen un papel de suma importancia en los convenios y organizaciones privados regionales. Conforme a los convenios de cooperación, corresponde a todos los participantes privados nacionales efectuar las tareas de registro y de compraventa una vez cumplidos los requisitos reglamen-

5. Cajas de valores en casi toda América Latina; centrales de valores en Centroamérica; Cámara de Liquidación y Custodia en Río de Janeiro, y Cámara de Compensación de la Bolsa de Valores en São Paulo; Korea Securities Settlement Corp. en la República de Corea; Taiwan Securities Central Depository Co.Ltd. en Taiwan, etcétera.

R E C U A D R O 1

PARTICIPANTES EN LOS MERCADOS DE VALORES NACIONALES Y REGIONALES

	<i>Privados</i>	<i>Públicos</i>
Nacionales	<ul style="list-style-type: none"> -Bolsas de valores, mercados paralelos, mercados extrabursátiles -Instituciones de custodia, liquidación y compensación -Sociedades inscritas en bolsa, casas de bolsa, inversionistas -Empresas de servicios de telecomunicación 	<ul style="list-style-type: none"> - Gobiernos centrales - Autoridades monetarias centrales - Órganos de supervisión nacionales - Autoridades fiscales y legislativas
Regionales	<ul style="list-style-type: none"> -Organizaciones intrarregionales y programas de cooperación de las bolsas de valores -Organizaciones de cooperación internacional entre las bolsas de valores (Federación Internacional de Bolsas de Valores, FIBV) 	<ul style="list-style-type: none"> - Programas de cooperación entre órganos de supervisión intrarregionales (v. gr. Consejo de Autoridades Reglamentarias del Mercado de Capitales de las Américas, COSRA), acuerdos de pagos y compensaciones - Organismos internacionales (Organización Internacional de Comisiones de Valores, IOSCO; Comité Internacional de Normas de Contabilidad, IASC)

tarios mínimos. Por ejemplo, el marco legal de las operaciones transfronterizas de un acuerdo de cooperación entre Argentina y Brasil fue creado por órganos de supervisión. A su vez, la compra de valores de algunas empresas argentinas pioneras en la Bolsa de Valores de São Paulo y a su vez de compañías brasileñas en la de Buenos Aires, fue posible gracias a un convenio firmado en 1992 por dichas bolsas. Sin embargo, en la selección de las empresas participaron órganos de supervisión.

Entre los programas de cooperación privados regionales de los países en desarrollo destacan la Bolsa de Valores del Caribe y el proyecto de la Bolsa de Valores Electrónica de Iberoamérica (BEIA).

La Bolsa de Valores del Caribe (véase el recuadro 2), que opera desde 1991, es un mecanismo de cooperación entre las

bolsas de Barbados, Jamaica y Trinidad y Tabago, integrantes de la Comunidad del Caribe (Caricom). Comprende tanto la compraventa transfronteriza de valores por intermediarios bursátiles corresponsales cuanto los registros transfronterizos. El tamaño reducido de las economías y de las bolsas de valores de estos países estimula la cooperación bursátil en la Caricom.

La BEIA es un proyecto iniciado en 1990 por los miembros de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIABV) en la que participan todos los países de América Latina, España y Portugal. El objetivo de la BEIA es procesar electrónicamente la compraventa de valores de las principales empresas de la región. El intercambio intrarregional se facilitará mediante liquidaciones entre bancos centrales. En la primera fase, las bolsas de valores de los países miembros firmarán acuerdos bilaterales y se establecerá un sistema unificado de información e intercomunicación. En la segunda fase, las empresas registradas en los mercados bursátiles de dichos países podrán solicitar su inscripción en la red de la BEIA. Ésta, en la tercera fase, se convertirá en un sistema electrónico multi-lateral de compraventa de valores respaldado por los servicios de telecomunicación de Latinet.⁶

Entre los participantes públicos nacionales, los gobiernos centrales tienen una función de importancia, ya como creadores del marco económico general para la compraventa nacional y transfronteriza, ya como participantes en los mercados de capitales regionales, al colocar bonos en otros países de la región. Un ejemplo sería el del gobierno venezolano que a principios de 1993 emitió y vendió bonos por 150 millones de dólares en el mercado de valores colombiano.

6. Latinet es una filial de Consultoría, Métodos, Asesoría e Mercantil Ltda, con sede en Río de Janeiro, Brasil.

R E C U A D R O 2

BOLSA DE VALORES DEL CARIBE (COMUNIDAD DEL CARIBE)

Se refiere a la integración de operaciones entre las tres bolsas de valores existentes en la Comunidad del Caribe (Caricom): Barbados, Jamaica y Trinidad y Tabago. No implica una compraventa de valores concentrado en un lugar físico (las bolsas de valores participantes tienen pisos de remate por separado) o una nueva organización física. La Bolsa de Valores del Caribe consiste en dos elementos:

- 1) A partir del 1 de enero de 1991, toda sociedad constituida en cualquiera de los tres países participantes puede solicitar su inscripción en cualquiera de las tres bolsas de valores, siempre y cuando cumpla con los requisitos correspondientes.
- 2) A partir del 8 de abril de 1991, todo ciudadano de estos tres países puede negociar acciones en cualquiera de las tres bolsas de valores.

Los gobiernos centrales también pueden desempeñar un papel preponderante al conceder trato preferencial a los inversionistas intrarregionales. Un ejemplo característico de las medidas gubernamentales que favorecen la inversión de valores en una misma organización regional es el programa preferencial no recíproco de Bahrein. Se trata de un proyecto para inversionistas de otros países que integran el Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo (GCC, por sus siglas en inglés) para apoyar las iniciativas de compraventa transfronteriza de valores de la Bolsa de Bahrein. Desde 1986 se permite que los ciudadanos de otros estados de esa región adquieran y negocien acciones de empresas de ese país. En el área del Mercosur los gobiernos de los países miembros ofrecen preferencias recíprocas a los integrantes de esa organización regional. Si bien se acatan ciertas restricciones y algunos límites fiscales (mercado al contado, compraventa de valores en bolsas registradas y liquidaciones entre los países de esa organización), la compraventa de valores intrarregional es flexible (véase el recuadro 3).

R E C U A D R O 3

REGLAMENTACIÓN DE LA INVERSIÓN EN LAS BOLSAS DE VALORES BRASILEÑAS PARA RESIDENTES DEL MERCOSUR

A partir del 29 de enero de 1992, las personas físicas o morales con domicilio o sede en Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, pueden invertir libremente en las bolsas de valores de dichos países.

En Brasil, los inversionistas de países no pertenecientes al Mercosur pueden invertir en el mercado de valores nacional sólo mediante fondos o carteras de inversión. En cambio, las personas físicas y morales de otros países del Mercosur pueden invertir en el mercado brasileño sin tener que recurrir a fondos o carteras de inversión, o bien al margen de los controles aplicables a otros inversionistas extranjeros.

Las inversiones pueden hacerse en: a) dólares; b) la moneda de curso legal en el país del inversionista, o c) la moneda de curso legal en el país que recibe la inversión.

En Brasil, las únicas restricciones para los residentes del Mercosur con respecto a las inversiones en valores nacionales son las siguientes:

- 1) Las operaciones deben realizarse sólo en el mercado al contado;
- 2) Los inversionistas de Mercosur sólo pueden negociar acciones registradas en bolsa;
- 3) Los inversionistas deben tener su domicilio y centro de operaciones en su país de origen, y
- 4) Las operaciones deben liquidarse en los mercados financieros de los países de las partes que intervienen en las mismas.

El segundo grupo importante de participantes públicos son las autoridades monetarias centrales, que desempeñan un papel fundamental en la normatividad de la liquidación de operaciones transfronterizas. En el caso del Mercosur y del GCC, las operaciones intrarregionales reciben un trato liberal que

genera un área de convertibilidad *de facto* de las cuentas de capitales regionales, mientras que en la Caricom no se ha resuelto el problema de la convertibilidad. En el proyecto de la BEIA se considera que las autoridades monetarias centrales son agentes en la liquidación de operaciones que vinculan los programas nacionales de compensación y liquidación de valores.

El tercer grupo está constituido por los órganos de supervisión nacionales (comisiones de valores) y las autoridades fiscales y legislativas, cruciales tanto en la armonización transfronteriza de normas cuanto en el trato discrecional a inversionistas y empresas intrarregionales.

Entre los participantes públicos regionales se atribuye una posición prominente a los programas de cooperación de las autoridades supervisoras. En el Grupo Andino, el Fondo Latinoamericano de Reserva (FLR) auspicia el diálogo entre esos organismos. Del 10 al 12 de marzo de 1993, en Lima, las autoridades nacionales de supervisión y las bolsas de valores del Grupo Andino analizaron las posibles formas de armonizar sus mercados de capitales a fin de incrementar los flujos transfronterizos de capital entre los países miembros. Las normas de operación y el tratamiento fiscal en estos mercados fueron algunos de los temas incluidos en la agenda.

Características de los mercados emergentes

Los mercados de valores emergentes tienen características comunes que dan viabilidad a una propuesta de cooperación regional. Sin embargo, en otros aspectos, como la importancia de los mercados de bonos o la velocidad de rotación (valor negociado por capitalización de mercado), presentan diferencias que hacen imposible formular conclusiones generales.

En su conjunto, los mercados emergentes están menos avanzados y son más volátiles que los desarrollados. En los países menos adelantados los mercados de opciones y paralelos, relativamente más riesgosos, o no existen o son poco avanzados. En el cuadro 1 se observa que la capitalización del mercado por PIB (indicador de la profundidad de los mercados de valores nacionales) en los países y territorios emergentes, excepto Chile, Malasia y probablemente Taiwan, es muy inferior a la de sus contrapartes desarrolladas. La escasa profundización muestra la falta de acceso de las empresas pequeñas y medianas para registrarse en las bolsas y negociar valores.

Los mercados en desarrollo y de Europa del Este presentan grandes diferencias en cuanto a la importancia relativa del mercado de bonos en la compraventa de valores (véase el cuadro 1). Aquéllas son aún mayores que las observadas en mercados desarrollados divergentes como el de Nueva York, orientado al capital, y de Londres, a los bonos. En función

C U A D R O 1

INDICADORES DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EMERGENTES COMPARADOS CON MERCADOS DESARROLLADOS SELECCIONADOS EN 1991-1992

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI
<i>Emergentes</i>											
Taiwan	n.d.	1992	4.69	13	22.90	33.30	235.30	22.90	n.d.	0.06	
Malasia ¹	113.32	1992	3.96	18	21.80	51.80	20.90	22.80	n.d.	1.68	
Chile	95.90	1992	1.62	12	63.80	57.70	6.90	14.30	n.d.	654.62 ^b	
Jordania	60.09	1992	0.72	n.d.	n.d.	n.d.	40.06	14.74	n.d.	n.d.	
Jamaica	52.43	1991	1.15	n.d.	n.d.	n.d.	5.21	n.d.	n.d.	n.d.	
Brasil ²	46.06	1992	0.51	27	83.70	62.30	25.45	8.05	6.67 ^c	n.d.	
México	40.67	1992	3.50	5	28.90	32.50	32.70	13.50	21.12 ^c	482.32	
Corea	35.37	1992	2.12	34	38.60	52.80	107.80	10.80	n.d.	0.67	
Tailandia ¹	35.30 ^a	1992	3.75	16	46.80	42.80	125.50	16.30	8.21	0.01	
Filipinas ³	23.93	1992	n.d.	20	68.12	n.d.	6.33	n.d.	n.d.	n.d.	
Sri Lanka	21.60	1991	1.11	20	70.27	37.38	5.46	20.00	40.99	n.d.	
Chipre ¹	21.37	1992	9.00	15	100.00	80.73	2.22	20.00	n.d.	n.d.	
Turquía ¹	19.51 ^a	1992	12.08	7	40.30	36.20	85.60	11.40	n.d.	31.88	
Argentina	14.77 ^a	1992	1.67	9	62.50	68.50	85.10	40.40	n.d.	8.56	
Indonesia	7.22	1992	0.50	20	79.45	40.02	32.29	15.65	24.05	0.28	
Costa Rica	6.24	1991	1.25	n.d.	n.d.	n.d.	1.23	n.d.	n.d.	n.d.	
Túnez	4.47	1991	n.d.	15	100.00	100.00	15.37	n.d.	n.d.	1.53	
Perú	3.15	1991	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	51.61	n.d.	n.d.	2.56	
Hungría	1.66	1991	n.d.	20	100.00	100.00	33.64	n.d.	n.d.	460.22 ^d	
Ghana	1.54	1992	n.d.	15	100.00	100.00	0.46	n.d.	50.00 ^e	n.d.	
Costa de Marfil	n.d.	1992	7.13	n.d.	n.d.	n.d.	1.28	n.d.	n.d.	13.09	
Promedio	31.82		3.42	17	64.20	59.74	43.83	17.76	-	127.50	
<i>Desarrollados</i>											
Singapur ¹	112.44	1992	1.42 ^b	9	14.60	45.20	38.60	19.50	-	4.89	
Estados Unidos	64.67	1992	1.91	n.d.	n.d.	n.d.	42.90	22.70	-	0.67	
Reino Unido	94.06	1992	1.16	115	43.30	76.30	40.50	17.50	-	173.72	
Japón	86.95	1992	0.13	83	42.10	48.40	19.80	36.70	-	24.53	

I. Nombre del mercado. II. Capitalización del mercado por PIB. III. Año. IV. Capital nuevo captado por empresas nacionales por capitalización del mercado (%). V. Número de empresas grandes. VI. Participación de las empresas más grandes en el valor negociado (%). VII. Participación de las empresas más grandes en la capitalización del mercado (%). VIII. Velocidad de movimiento del mercado respecto de las acciones del país [valor negociado por capitalización del mercado] (%). IX. Precio por coeficiente de resultados. X. Operaciones de extranjeros por valor negociado (%). XI. Valor de movimiento de bonos negociados por valor negociado en acciones [importancia relativa del mercado de bonos] (%).

1. Incluido el mercado OTC. 2. São Paulo y Río de Janeiro. 3. Manila. a. 1990. b. 1991. c. Posición patrimonial de extranjeros por capitalización del mercado. d. 1992.

Fuente: Cálculo de la UNCTAD con base en las estadísticas de 1992 de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV, por sus siglas en francés) e informes sobre los mercados de valores participantes.

de la velocidad de movimiento de los mercados (véase el cuadro 1), los emergentes son de una variedad extrema. Como se trata de mercados relativamente nuevos, con niveles de capitalización de mercado menos establecidos, su velocidad promedio es mayor (44%) que la de los desarrollados (43% Estados Unidos y 20% Japón). Dentro de este promedio, hay mercados muy "rápidos" como el de Corea (108%), y muy "lentos" como los de Costa Rica y Costa de Marfil (1%) y Ghana (menos de 1%). La importancia relativa de las nuevas emisiones en relación con la compraventa secundaria (capacidad relativa para movilizar recursos nuevos) es elevada en los mercados nuevos (el extrabursátil de Costa de Marfil y Chipre) y en los dinámicos (México, Corea, Taiwan y Tailandia). Esto se explica por el carácter emergente de estos mercados (un número limitado de empresas con mucha

antigüedad en el ámbito de la compraventa de valores secundaria, un mercado secundario reticente como reflejo de la volatilidad y una demanda importante de nuevas emisiones).

En el mercado emergente promedio, el indicador más importante de la confianza del inversionista, el coeficiente de precios-ganancias promedio (18) es menor que en la mayoría de los países desarrollados. Pero en ambas categorías existe una gran diversidad. En los mercados emergentes, los índices de confianza más bajos correspondieron a Brasil (8), Corea (11) y Turquía (11), y los más elevados a Argentina (40), Malasia (23) y Taiwan (23) (véase el cuadro 1).

La concentración de la compraventa de valores en las principales empresas, que refleja la vulnerabilidad de los mer-

cados, es notablemente mayor en las bolsas de valores en desarrollo (véase el cuadro 1) que en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). En una bolsa emergente promedio, sólo 17 empresas representan 64% de los valores negociados y 60% de la capitalización del mercado.

Para buscar formas de cooperación entre las bolsas de valores de diferentes países, vale la pena examinar primero los casos análogos de integración de las bolsas de valores nacionales de países que tradicionalmente han contado con estructuras descentralizadas. Este fenómeno es paralelo al caso de la compraventa transfronteriza de valores. La integración de una bolsa de valores nacional, dado que se realiza en el mismo país, es menos complicada que la cooperación regional, pues dicha bolsa no necesita armonizar previamente los reglamentos nacionales ni se enfrenta a problemas cambiarios.

La bolsa de valores de la India es un ejemplo de mercado descentralizado. Este país cuenta con 20 bolsas de valores regionales con pisos de remate independientes y un mercado extrabursátil en Bombay, con un rango de compraventa nacional en las grandes empresas del país. La de Brasil es otro ejemplo de descentralización, pues cuenta con nueve bolsas de valores regionales. Excepto São Paulo, el líder nacional, que dispone de su propia red de compraventa computarizada y un sistema integrado de custodia y liquidación, las ocho bolsas de valores restantes están integradas al Sistema Electrónico de Negociación Nacional (SENN), que permite la compraventa simultánea con las sesiones abiertas en los pisos de remate. La bolsa de valores de Nigeria, que comenzó con un piso en 1961, en 1977 se transformó en una única bolsa de valores con tres pisos y desde entonces ha continuado su descentralización con la apertura de tres pisos más. Si bien el camino recorrido por esos países ha sido diferente, el resultado muestra algunas convergencias: la tendencia hacia una sola institución nacional de compraventa de valores que realice sus operaciones en varios pisos.

Los mercados de valores y el sistema financiero nacional

Las bolsas de valores y otros segmentos del mercado de capital están estrechamente vinculados con bancos y otros intermediarios financieros del sector financiero formal, pero poco con las actividades informales y seminormales. Los circuitos financieros consisten en sectores formales e informales que, en la mayoría de los casos, desempeñan actividades competitivas y complementarias. En el campo de las actividades de las bolsas de valores, también los mercados oficiales de valores, bonos, dinero y divisas, compiten por los mismos recursos que las actividades colectivas de inversión de amigos, vecinos, parientes, personas adineradas, así como

los mercados financieros rurales, los mercados de divisas informales y las empresas de inversión informales.

En los mercados de capitales con reconocimiento oficial coexisten diversos segmentos, aunque el más importante es el institucionalizado ya que opera como una bolsa de valores. Pese a que en muchos casos el resto del mercado se basa en el mercado de valores, hay casos (Chipre, Arabia Saudita) en los que existe un mercado extrabursátil sin una bolsa de valores.

Las bolsas de valores con frecuencia se diferencian por el instrumento de compraventa, por ejemplo acciones representativas del capital social, bonos, productos derivados (opciones) o mercado de divisas. En ocasiones también se dividen en diferentes niveles, reservándose el primero a las grandes empresas y el segundo —con criterio más laxo— a las pequeñas y medianas. Por otro lado, las bolsas de valores pueden coexistir con mercados paralelos o extrabursátiles. En la mayoría de los países puede distinguirse claramente entre aquéllas y el sector bancario. Los bancos comerciales por lo común no pueden incursionar directamente en la compraventa de valores, así que deben recurrir a intermediarios o actuar por medio de sus filiales registradas como intermediarias bursátiles. Sólo los países con una sólida tradición bancaria universal (Alemania y Suiza) permiten a sus bancos la compraventa de valores.

La diversidad de mercados financieros no es sorprendente. Sin embargo, es poco conocido que algunas instituciones especiales (por ejemplo los fondos de previsión y de pensiones) desempeñan un papel importante en la movilización del ahorro.

En los años ochenta las actividades de los inversionistas institucionales en Chile, en particular los de los fondos de pensión,⁷ llevaron a un pronunciado crecimiento del mercado de capitales interno. De 1980 a 1991 los activos de los fondos de pensión aumentaron de cero a 10 000 millones de dólares, mientras que el capital de otros fondos (de inversión, aseguradoras y de inversión de capital extranjero) aumentaron de 1 000 a 4 000 millones de dólares. Como existía una prohibición legal, la inversión de capital en las sociedades registradas en la Bolsa de Comercio de Santiago ocupó el primer lugar en la cartera de los fondos de pensión hasta 1986, pero en 1991 alcanzó una participación de 24%.

Otros países como Argentina, Brasil y México estudian planes similares para modernizar los fondos de pensión a fin de que participen más activamente en la bolsa de valores.

7. J. March Venegas, "Impacto de los fondos de pensiones e inversiones institucionales sobre el mercado de capitales chileno", *Revista del Instituto Argentino del Mercado de Capitales*, vol. 7, núm. 21, enero-abril de 1992.

A pesar de que los productos básicos quedan fuera de los sistemas financieros, esos mercados y los de capitales se relacionan en diversos aspectos. Por ello en ciertos momentos y en determinados países los dos mercados organizados constituyen una misma institución. Algunas de las similitudes entre ambos mercados son: a] el instrumento de negociación (títulos en las bolsas de valores y contratos en los mercados de productos básicos) ya se ha separado de su fuente física original (la empresa o la tesorería en la primera y el producto básico estandarizado en la segunda). La libertad de negociación consecuente, comparada con la compraventa del objeto original (es decir, una tonelada de café o las llaves de una fábrica) en su entidad física, se traduce en estructuras similares en los dos mercados (por ejemplo, ambos comprenden una organización oficial y un mercado extrabursátil); b] por lo que se refiere a la naturaleza de la actividad, ambas organizaciones negocian futuros y opciones, pese a que los contratos adelantados y de futuros en las lonjas de productos básicos desempeñan un papel más importante que los futuros financieros en las bolsas de valores, y c] hay mayores analogías en problemas de volatilidad y en materia reglamentaria, como la transparencia y la prohibición de operaciones de personas relacionadas con la administración o la propiedad y con acceso a información confidencial.

Debido a las similitudes, ambas entidades requieren un organismo de compensación y liquidación centralizado y automatizado. Si las dos aspiran a tener importantes ahorros en los costos, quizá con el tiempo acepten compartir la misma entidad de compensación y liquidación.

El conflicto más importante entre las lonjas y las bolsas de valores puede surgir del mercado cambiario. Cuando los mercados de divisas se localizan en ambos lugares, los dos compiten por los mismos recursos. Estos son argumentos para ubicar dicho mercado en la bolsa de valores; una razón se relaciona con la naturaleza financiera de las negociaciones cambiarias; la otra, con la necesidad de establecerlo en la lonja (por la naturaleza cambiaria cruzada de los contratos de productos básicos). En este campo no debe excluirse ninguna forma de cooperación entre los mercados de valores y de productos básicos.

Legislación, supervisión y régimen fiscal de las bolsas de valores en los países en desarrollo

El desarrollo de los mercados emergentes depende de diversos factores que estimulan o frenan el de las bolsas de valores en los países. Entre los primeros merecen especial atención las medidas de desregulación y entre los segundos el más grave parece ser la inflexibilidad con respecto a los mercados de valores. Los aspectos más importantes de la reglamentación de los mercados de valores que afectan directamente las ac-

tividades transfronterizas se relacionan con el régimen fiscal, la legislación (leyes básicas), la forma en que operan los órganos de supervisión y la liberalización de las cuentas de capitales.

La pertinencia de los impuestos es uno de los elementos fundamentales en el desarrollo de las bolsas de valores nacionales y en el estímulo a las inversiones extranjeras en títulos-valores del país. Por otro lado, en todos los programas de cooperación regional se debería alentar la armonización de los regímenes fiscales del comercio en las negociaciones de los miembros de una organización regional.

Se ha progresado poco en el campo de la armonización fiscal. A finales de 1992 los impuestos mostraban divergencias de una fuente de ingresos a otra (capital, dividendos, intereses) y de un país a otro (véase el cuadro 2). No había signo de armonización incluso entre los miembros de un mismo grupo y el trato preferencial regional casi no existe. Asimismo, algunos países aplican impuestos muy altos que obstaculizan la compraventa transfronteriza de valores y en los propios países.

En materia legislativa, el asunto más relevante para el desarrollo de las bolsas de valores nacionales y su regionalización es el establecimiento de un marco jurídico bien definido (la ley del mercado de valores), al que se añen otras leyes (por ejemplo, las de sociedades mercantiles) y decretos que señalen en forma explícita las reglas para la compraventa de valores.

Los mercados emergentes de Hong Kong y Singapur combinan elementos legislativos de avanzada con otros que no lo son tanto. En el cuadro 3 se muestra el caso de once países en los que el fundamento jurídico de la compraventa de valores está más o menos establecido. Entre esos países, Bahrein y Panamá norman la compraventa de valores con decretos. Ghana tiene una ley más bien antigua que está siendo objeto de revisión dentro del borrador de la Ley del Sector Bursátil.

La Ley Reglamentaria de Contratos de Valores de la India es una de las más antiguas, pues data de 1956. La Ley de Mercados de Capitales de Brasil entró en vigor hace casi 30 años. Las más recientes son la Ley del Mercado de Capitales del 13 de mayo de 1992 de Turquía y la Ley de Valores del 16 de marzo de 1992 de Tailandia. En otros países, el marco legislativo no está aún tan desarrollado. En Indonesia, por ejemplo, la compraventa de valores se rige por el decreto presidencial de 1990, que separó al órgano de supervisión de la bolsa de valores. Otro ejemplo de legislaciones en trámite es la Ley del Sector Bursátil y la Ley de Sociedades Mercantiles de Trinidad y Tabago, que se estudian desde 1993.

Desde el punto de vista de las estructuras institucionales de la supervisión de valores, los mercados emergentes forman

C U A D R O 2

INDICADORES FISCALES EN PAÍSES EN DESARROLLO Y DE EUROPA ORIENTAL A FINES DE 1992

País	Dividendo	Interés	Productos del capital
Brasil	Para personas físicas y fondos de inversión en deuda-conversión, privatización, capital de riesgo: 25 Otros: 15	0	Para personas físicas y fondos de inversión en deuda-conversión, privatización, capital de riesgo: 25 Otros: 0
Corea	Sociedades públicas: 10 Otras: 25	Sobre intereses bancarios: 10 Otros: 25	Gravable si no está exento por tratado
Chipre	Para empresas extranjeras: 0 Otros: 30	No se aplica	0
Filipinas	35	20	0.25
Ghana	10	Para personas morales: 30 Para personas físicas: 0	Sobre valores cotizados en bolsa: 0 Otros: 35
Hong Kong	0	Para instituciones financieras: 0 Para otras: 16.5	0
Hungría	Para personas morales: 40 Para personas físicas: 10	Para personas morales: 40 Para personas físicas: 20 Sobre intereses bancarios: 0	Para personas morales: 40 Para personas físicas: 20
India	25	25	De 10 a 30
Indonesia	De 10 a 15	20	0
Malasia	0	20	0
Panamá	10	0	0
Perú	10	37	37
Polonia	20	No se aplica	0
Singapur	0	33	0
Taiwan	Por conducto de bancos aprobados: 20 Otros: 35	Por conducto de bancos aprobados: 0 Otros: 20	0
Tailandia	10	Para fondos de inversión registrados en Tailandia: 0 Para otros: 15	Si no están exentos por tratado, para inversionistas institucionales: 15
Túnez	0	0	0
Turquía	0	Sobre valores gubernamentales: 0. Otros: 10.5	Sobre valores adquiridos en la bolsa de valores 0 Otros: 10.5
Zimbabwe	20	No se aplica	30

Fuente: UNCTAD, con base en informes nacionales.

dos grupos diferentes: países que siguen el modelo de un órgano único y mercados con formas de supervisión fragmentadas. Países como Hungría y Panamá (desde 1970), Turquía (1982), Singapur (1986), India (1988), Hong Kong (1989), Indonesia (1990), Corea, Taiwan y Tailandia (1992) siguen el modelo de órgano único. Los ministerios de Finanzas y las comisiones de Valores y Bolsas tienen autoridad total sobre la formulación y la puesta en práctica de las políticas de los mercados de valores. En algunos países como Barbados y Trinidad y Tabago se está considerando crear órganos de supervisión de valores.

Malasia y, en menor medida, Brasil y México han aplicado la supervisión fragmentada, lo que puede ser muy costoso

para el desarrollo de las bolsas de valores. En Malasia provocó una reforma regulatoria que dio origen a una única Comisión de Valores en marzo de 1993.

La forma en que los gobiernos regulan la inversión de valores en escalas nacional e internacional (el grado de liberalización de las cuentas de capitales) es otro factor importante para establecer bolsas de valores regionales. Los países desarrollados y los que están en vías de serlo comparten grados de liberalización muy variables que no siempre están relacionados con el nivel de desarrollo. En la OCDE 11 de los 23 países miembros, incluidos Canadá, Japón, Suecia, el Reino Unido, Irlanda, Italia y Nueva Zelanda, tienen sistemas flexibles para los movimientos de capital. Hay algu-

nas restricciones en Austria, Grecia, Portugal, España y Turquía, y en el resto de países miembros de la OCDE, incluidos Francia, Alemania y Estados Unidos, las restricciones son moderadas.

Otros países relativamente avanzados como Hong Kong y Singapur se caracterizan por un enfoque flexible, al igual que Jamaica, Panamá y Túnez. El trato restrictivo distingue a Chile, Indonesia, México, Marruecos, Nigeria, Pakistán, Filipinas, Corea, Sri Lanka y Trinidad y Tabago. Otra característica común de todos los mercados es la divergencia de los reglamentos en un mismo grupo (como en la Caricom) y las escasas preferencias intrarregionales. En la OCDE Grecia cuenta con preferencias regionales, mientras que en los países en desarrollo existen en la Caricom, el Mercosur y en Costa de Marfil para los residentes de los países miembros de la Unión Monetaria de África Occidental (WAMU, por sus siglas en inglés).

A diferencia de los países de la OCDE, los mercados emergentes son más proclives a restringir la propiedad extranjera de valores. La India e Indonesia aplican límites generales (51 y 49 por ciento, respectivamente). Otros países aplican

restricciones flexibles, como Tailandia (de 25 a 50 por ciento), Chipre (de 5 a 49 por ciento), Malasia (hasta 80%) y México (aunque concede excepciones con mucha frecuencia). Corea y Taiwan tienen sistemas restrictivos muy estrictos.

Los límites a la propiedad extranjera no siempre obedecen a causas económicas; empero, esas políticas casi nunca incluyen preferencias regionales. Uno de los pocos casos destacables es Kuwait, donde el límite general es 49%, pero se amplía a 75% para los ciudadanos de los países del Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo.

Un nuevo elemento regulatorio en los mercados emergentes es la liberalización gradual de la inversión extranjera. Algunos países relativamente restrictivos como México, Corea, Taiwan y Tailandia están en proceso de liberalizar e internacionalizar sus mercados de valores.

Avances tecnológicos

La automatización de los mercados de valores genera beneficios y costos. Para las bolsas de valores regionales, la existencia de sistemas automatizados compatibles, y la cooperación en la materia, puede allanar el camino a la compraventa de valores intrarregional. Por otro lado, los riesgos sistémicos también se incrementan cuando la compraventa de valores se intensifica y las operaciones mejoran. Por tanto, las dificultades reglamentarias deben evaluarse con cautela para que el control de riesgos sistémicos presente las menos lagunas posibles.

La automatización varía mucho en los mercados emergentes. En São Paulo, por ejemplo, se cuenta con un muy avanzado sistema de computación para la compraventa de valores que fue desarrollado por la Bolsa de Valores de Toronto. En México se instaló en mayo de 1993, con el mismo fin, un sistema completamente automatizado.

Los sistemas de custodia, compensación y liquidación de las bolsas de valores de Río de Janeiro, Corea, Singapur, Taiwan y Tailandia son equiparables a los de los mercados más adelantados del mundo. La competitividad global del sistema de compensación de Río de Janeiro se pone de manifiesto al haberse utilizado como modelo el moderno sistema establecido en Oporto y Lisboa. En Singapur y Tailandia, dos organismos independientes se encargan de la compensación y la custodia, mientras que en Río de Janeiro y Corea se concentran en uno solo (véase el cuadro 4).

A diferencia de los mercados muy automatizados, en la mayoría de los países en desarrollo, incluidos Hong Kong, Indonesia y en particular las naciones africanas, las bolsas de valores tienen que mejorar aún más sus sistemas de compraventa de valores, compensación y liquidación. El de Hong

C U A D R O 3 ÓRGANOS DE SUPERVISIÓN ÚNICOS Y MÚLTIPLES (FINALES DE 1992)

<i>País</i>	<i>Órganos de supervisión</i>
<i>Órgano único</i>	
Hong Kong	Comisión de Valores y Futuros (desde mayo de 1989)
Singapur	Autoridad Monetaria de Singapur (desde 1986)
Corea	Comisión de Valores y Bolsas
Taiwan	Comisión de Valores y Bolsas
Tailandia	Comisión de Valores y Bolsas (1992)
Indonesia	Agencia del Mercado de Capitales, separada de la bolsa de valores por decreto presidencial en 1990
Turquía	Consejo del Mercado de Capitales (desde 1982)
India	Consejo de Valores y Bolsas de la India (desde 1988)
Hungría	Supervisión de Valores Estatales
Nigeria	Comisión de Valores y Bolsas (desde 1970)
Panamá	Comisión Nacional de Valores desde 1970
<i>Órganos múltiples</i>	
México	Secretaría de Hacienda (políticas y normas); Comisión Nacional de Valores (políticas y normas desde 1946); Banco de México (valores gubernamentales)
Brasil	Consejo Nacional Monetario (políticas y normas); Banco Central y Comisión de Valores (supervisión)
Malasia	Comité de Emisiones de Capital (nuevas emisiones y registros); Registro de Sociedades (ley de administración de valores, autorizaciones a intermediarios); Comité de Inversión Extranjera (directrices reglamentarias); Pánel de Adquisiciones y Fusiones; Banco Negara Malasia (valores gubernamentales)

C U A D R O 4

INSTITUCIONES CENTRALES DE DEPÓSITO Y LIQUIDACIÓN (FINES DE 1992)

<i>Mercado de valores</i>	<i>Institución central de depósito</i>	<i>Institución central de compensación y liquidación</i>
Buenos Aires	Caja de Valores, S.A.	
Río de Janeiro y SENN	Cámara de Liquidación y Custodia, S.A. (CLC); organismo independiente: su sistema de depósito se conecta con la Cámara de Compensación de la Bolsa de Valores de São Paulo (Calispa).	
São Paulo	Cámara de Compensación de la Bolsa de Valores de Sao Paulo (Calispa); su sistema de depósito se conecta con la CLC de Río de Janeiro.	
Budapest	No	Centro de Compensación y Depósito; propiedad de la Bolsa de Valores de Budapest desde 1991
Corea	Sociedad de Liquidación de Valores de Corea, filial propiedad de la Bolsa de Valores de Corea desde 1974. Se permite la desmaterialización de los depósitos dentro de ciertos límites	
Kuala Lumpur	Depósito Central de Malasia (sociedad limitada); organismo central de depósito desarrollado desde 1991	Servicios Automatizados en Red de Compensación de Valores (sociedad limitada); filial propiedad de la Bolsa de Valores de Kuala Lumpur.
Singapur	Depósito Central, S.de R.L.	Servicios de Computación y Compensación de Valores, S. de R.L.; para operaciones conforme a documentos y a libros.
Colombo	Sistema de Depósito Central, S. de R.L.; propiedad de la Bolsa de Valores de Colombo (desde junio de 1992)	
Tailandia	Centro de Depósito de Acciones (desde 1988)	Bolsa de Valores de Tailandia para operaciones conforme a documentos; Centro de Depósito de Acciones, para operaciones conforme a libros
Taiwan	Depósito Central de Valores de Taiwan S. de R.L. propiedad de la Bolsa de Valores de Taiwan	
Varsovia	Depósito Nacional de Valores	No

Fuente: UNCTAD, con base en informes de las bolsas de valores referidas.

Kong se basa en la liquidación física de compraventa de valores. Ninguna parte del proceso está centralizada o automatizada y no existen redes de compraventa que permitan a los intermediarios bursátiles comunicarse antes de la liquidación. En la actualidad, Hong Kong es un mercado que se basa en la confirmación unilateral, a diferencia de la bilateral que establece la norma internacional. En Indonesia y Ghana, por ejemplo, la liquidación se opera manualmente. Debido a que la etapa incipiente del mercado se traduce en bajos niveles de compraventa de valores, aún pueden controlarse los problemas en el país africano, lo cual es más difícil en Indonesia, cuyas actividades bursátiles son ya elevadas.

Propuestas para fortalecer los mercados de capitales regionales

La promoción de los mercados de capitales regionales entraña el desarrollo de los nacionales y la armonización regional orientada a integrar el mercado de capital. Ambos procesos exigen acciones en los sectores privado y público. En su mayoría atañen a los órganos de reglamentación/supervisión o a los agentes económicos del mercado. Por otro lado, la actitud de las instituciones empresariales y financieras que incurren en operaciones de deuda y capital puede influir aún más en el desarrollo de los mercados de capitales.

Los mercados de capitales regionales son acuerdos basados en la cooperación entre los mercados de valores nacionales activos. Por tanto, es aconsejable que los mercados nacionales se establezcan conforme a la modalidad más adecuada (bolsa de valores, mercado paralelo o mercado extrabursátil) donde sea económicamente justificable y viable. En los países que ya cuenten con mercados de valores, es necesario fortalecerlos para cooperar con la región de la manera más eficiente y, a la larga, competir con éxito en los mercados internacionales.

Para establecer o fortalecer los mercados de capitales nacionales se requieren diversas acciones privadas y públicas. En el recuadro 4 se muestra un resumen de ellas; por regla general, deben llevarse a la práctica en forma simultánea. Sin embargo, en el sector privado se observa cierta secuencia entre dichas acciones.

En el sector privado, el primer paso consistiría en integrar un marco institucional adecuado, es decir, un sistema eficiente de intermediarios que incluya intermediarios bursátiles, agentes de valores-corredores y suscriptores. Estas actividades podrían llevarlas a cabo inicialmente los bancos, pero deberán independizarse tan pronto como sea viable desde el punto de vista financiero. Por otro lado, el marco institucional entraña contar con servicios de comunicación adecuados, así como

un sistema institucional de información sobre precios, mercados y sociedades. Deberá contarse, asimismo, con instituciones y canales financieros eficientes para la comercialización de valores y un cuerpo integrado de abogados corporativos, empresas de auditoría y contadores encargados de elaborar los informes.

El segundo paso se refiere al avance tecnológico de las bolsas de valores, lo que implica automatizar la compraventa y la liquidación de valores con el respaldo de los servicios de una empresa de telecomunicaciones moderna.

El tercer paso consiste en establecer sistemas adecuados de custodia, liquidación y compensación. Este proceso está estrechamente vinculado con la automatización. Con respecto a la custodia, el requisito mínimo es crear un centro en el que se guarden los valores y se emitan certificados infalsificables. Si bien la compraventa de valores en los sistemas nacionales cerrados y pequeños puede entrañar la transferencia física efectiva de valores, eso ya no es posible en los mercados en crecimiento e internacionalizados, donde los costos del manejo físico de los valores originales serían intolerables.

El fortalecimiento de las bolsas de valores nacionales puede requerir la comunicación permanente y, a la larga, mejores vínculos institucionales con lonjas en áreas de interés común (mercados de futuros, de divisas, etc.).

En el sector público, los legisladores pueden propiciar un ambiente favorable para las actividades del mercado de capitales, por medio de: a] un entorno político y económico estable que lleve a integrar al sector privado y al mercado de capitales en un programa de desarrollo general, en especial para ejecutar programas de privatización; b] un marco adecuado en materia fiscal, legislativa, reglamentaria y de supervisión y en particular de normas y reglas básicas para evitar fraudes, y c] políticas que favorezcan la oferta de capitales, como el establecimiento de fondos de previsión privados o la adopción de una estrategia de privatización que canalice los títulos accionarios disponibles vía las bolsas de valores y prevea una tendencia a canalizar los instrumentos de deuda pública por conducto de los mercados de capitales (véase el recuadro 4).

En los países en desarrollo, el mejoramiento del marco jurídico, reglamentario y fiscal mediante la adopción de normas internacionales es uno de los requisitos para el éxito de los mercados de capitales regionales. En la práctica, sería necesario cumplir las siguientes condiciones:

1) Contar con una legislación bien definida o ley fundamental relativa al alcance de las actividades de supervisión del gobierno (que de preferencia se centre en las emisiones primarias) y para la autorreglamentación del mercado de valores (centrada en la compraventa secundaria de valores), así como

R E C U A D R O 4

REQUISITOS BÁSICOS PARA FORTALECER O ESTABLECER MERCADOS DE CAPITALES NACIONALES

En el sector privado

- Adaptación del marco institucional
- Progreso tecnológico
- Sistema adecuado de custodia, liquidación y compensación

En el sector público

- Entorno político y económico estable
- Ajuste del marco legislativo y reglamentario (supervisión, régimen fiscal) y adaptación de normas internacionales
- Políticas que incrementen la oferta de acciones (fondos de pensión privados, privatización)

normas y reglamentos adecuados para intermediarios bursátiles, suscriptores y demás operadores de los mercados de valores.

2) Toda vez que se trata de una actividad primordialmente del sector privado, realizada por inversionistas, emisoras y profesionales del ámbito bursátil, la bolsa de valores debe tener la personalidad jurídica de una sociedad privada no lucrativa cuyos títulos accionarios sean propiedad de sus miembros; deberá estar regulada por un solo órgano de reglamentación, como la comisión de valores y bolsas, y al principio deberá contar con una estructura de mercado única, sin compraventa de valores de índole extrabursátil. Lo anterior podrá adoptarse a medida que el mercado se vaya consolidando.

3) La legislación gubernamental puede fijar directrices para: a] ser miembro de la bolsa de valores, estableciendo procedimientos de registro, requisitos de aceptación de diferentes agentes económicos y de capital mínimos, así como registros y normas para elaborar y presentar informes, y b] reglamentar la información sobre las sociedades registradas, como los informes regulares y extraordinarios obligatorios basados en principios de contabilidad generalmente aceptados. Con esto se podrá proteger a los inversionistas contra los fraudes y garantizar una fijación de precios eficiente en los mercados primario y secundario. (Cuando se hace una oferta pública, la emisora generalmente debe presentar un prospecto que cuente con la autorización del órgano de supervisión o registro correspondiente, o ambos, en el que se señale su historial financiero y las proyecciones. Por otro lado, una oferta pública generalmente entraña la obligación de presentar informes financieros periódicos.)

4) Ordenamientos legales y disposiciones financieras que favorezcan la creación de fuentes privadas de capital y su

canalización por conducto del mercado oficial de valores (como los fondos privados de previsión y de privatización).

5) Legislación sobre las disposiciones relativas a una amplia gama de instrumentos de valores (valores de óptima calidad, bonos de una sociedad privada y acciones) de diferentes plazos, rendimientos y riesgos.

6) Un esfuerzo político general para alentar a los ahorradores a invertir, en particular en acciones representativas del capital social y para ilustrar al público sobre los beneficios y la importancia de una bolsa de valores.

7) Los incentivos apropiados, tales como un impuesto más bajo a las empresas, beneficios de exención fiscal sobre dividendos y otros incentivos fiscales, también deben armonizarse en el ámbito regional.

Armonización de medidas en el ámbito regional

El proceso de integración de mercados de capitales se encuentra estrechamente ligado a la apertura a la inversión extranjera y su adaptación a las necesidades de dicho proceso y del entorno competitivo que se deriva de los mercados de capitales regionales. Las instituciones nacionales necesitan introducir algunos cambios, como una tecnología más avanzada y mejores enlaces y servicios de comunicación. Por otro lado, las instituciones regionales deben acoger un concepto amplio de integración que incluya los aspectos administrativos, institucionales, legales, fiscales y reglamentarios de los mercados de capitales.

La cooperación de los mercados de capitales en el ámbito regional puede tener éxito si se siguen determinados pasos. La armonización debe llevarse a cabo con respeto a la autonomía de los mercados nacionales y sus organismos de reglamentación. En ese entorno, la armonización debe considerarse un requisito mínimo para eliminar incompatibilidades entre los mercados. Los pasos que deben seguirse se enuncian a continuación.

Medidas en el sector privado

1) *Establecimiento de canales regulares de intercambio de información entre los mercados de valores.* Considera convenios formales sobre los flujos de información y el establecimiento de foros de debate; en este caso pueden intervenir otros participantes, en particular órganos de supervisión. Los foros podrán ser más eficientes si se organizan como federaciones o asociaciones regionales, para seguir el ejemplo de la Federación de Bolsas de Valores de Iberoamérica (FBVI), la Asociación de Bolsas de Comercio de Centroamérica

(BOLCEN), la Asociación de Bolsas de Valores de África (ASEA, por sus siglas en inglés), la Unión de Bolsas de Valores Árabes y la Federación de Bolsas de Valores del Este Asiático y Oceanía —que agrupan a los países en desarrollo— y la Federación de Bolsas de Valores en la Unión Europea que en la actualidad reúne a la totalidad del Área Económica Europea. Estas organizaciones han adoptado programas de trabajo con objetivos específicos.

2) *Armonización de la tecnología en uso.* Un requisito importante para la creación de bolsas de valores regionales es la armonización de innovaciones y el perfeccionamiento de la tecnología en materia de telecomunicaciones y computación en escala regional. Un sistema modernizado y uniforme de interconexión electrónica entre las bolsas de valores facilita la transferencia de recursos, así como la compraventa de valores y su liquidación transfronteriza. Hoy en día, las bolsas de una misma región son muy diferentes desde el punto de vista del grado de automatización y de los sistemas que aplican. El objetivo último de este ejercicio es crear un sistema electrónico regional interconectado de compraventa-liquidación de valores entre las bolsas participantes, siguiendo más o menos el ejemplo del proyecto de la Bolsa de Valores Electrónica Iberoamericana.

3) *Creación de enlaces entre los procesos de compraventa de valores en diferentes países.* Los enlaces entre los procesos de compraventa de valores en varios países pueden ser de diversas modalidades. La más común, aplicada en los ejemplos relativos a la compraventa de valores entre Argentina y Brasil y en la Caricom, es la de corresponsalía entre dos intermediarios bursátiles de los dos países que participan en una operación.

Otro paso importante hacia la vinculación de las bolsas nacionales en una misma región es el registro de las empresas de un país en las bolsas de valores de otros o en el sistema electrónico intrarregional de compraventa de valores. Un convenio de esa naturaleza puede conducir a registros paralelos, fenómeno muy común en Europa. Quiere decir que únicamente si se armoniza la reglamentación necesaria, una sola empresa (de preferencia con actividades comerciales regionales) está autorizada para registrar sus acciones simultáneamente en las bolsas de valores de más de un país. Si éstas acuerdan adoptar registros transfronterizos bilaterales equilibrados pueden establecer un modelo de registros cruzado.

4) *Creación de una red de comunicaciones.* El enlace de los procesos de compraventa de valores requiere una red de comunicaciones y de modelos de cooperación a largo plazo entre todos los participantes de un país. Las instituciones de custodia, liquidación y compensación deben establecer, entre ellas, todos los canales necesarios para liquidar los saldos y transferir los certificados patrimoniales. El mecanismo de liquidación generalmente entraña la participación de

bancos centrales. Las sociedades registradas pueden comunicarse por medio de sus cámaras de comercio y los posibles inversionistas por el de sus asociaciones. Por último, las empresas de telecomunicaciones deben llegar a un acuerdo sobre la compatibilidad futura de sus sistemas.

5) *Creación de instrumentos regionales.* Además del enlace de los procesos de compraventa de valores, también sería útil crear instrumentos regionales, tales como *warrants* y recibos de depósito, que podrían ser atractivos para los inversionistas que no desean correr riesgos dentro y fuera de la región. Entre los instrumentos deben resaltarse los proyectos que prevén los fondos país regionales con una amplia canasta de empresas de países con o sin una gran experiencia en el campo. Lo anterior puede resolver el problema de la información y proteger a los pequeños inversionistas.

Los fondos país son los mejores instrumentos para separar el riesgo país del correspondiente a la empresa. Esto obedece a dos razones: a) los inversionistas pueden elegir las empresas más atractivas y con mejor desempeño de los países de la región, y b) los fondos país combinan riesgos asociados a empresas específicas, es decir, el buen desempeño (alto rendimiento) de determinadas empresas en la canasta del fondo puede compensar el posible fracaso de otras. Estos fondos en ocasiones se colocan en los centros financieros internacionales, pero también puede haber fondos negociados en escala nacional que estén a disposición de inversionistas extrarregionales con poca experiencia en las empresas intrarregionales.

Medidas en el sector público

1) *Adopción de la convertibilidad de la cuenta de capitales regional.* Pese a que puede ser opcional, la convertibilidad de la cuenta de capitales regional de las monedas nacionales hará que el programa de cooperación monetaria y el mercado de capital regional potencial sean realmente eficientes. Si la convertibilidad de la cuenta de capitales se pone en práctica en una región, debe ir acompañada de programas eficientes de cooperación entre los bancos centrales participantes. Si los flujos de capital circulan intrarregionalmente, también deberán supervisarse en ese ámbito. Esta medida es aún más necesaria si, debido a la falta de organismos centrales en los países participantes, se llevan a cabo actividades transfronterizas de compensación y liquidación entre diferentes bancos comerciales.

Dicha cooperación regional puede concentrarse, de ser necesario, tanto en los flujos de información relativa a los registros como en las intervenciones concertadas. Para efectos de los primeros, debe fortalecerse la elaboración de informes estadísticos en cada país. En cuanto a las intervenciones concertadas, los bancos centrales deben señalar las

circunstancias que harán necesaria la intervención y las modalidades de dichas medidas.

La convertibilidad de la cuenta de capitales regional no necesariamente entraña su convertibilidad internacional (“convertibilidad mundial”). Las regiones en desarrollo no siempre están en posición de abrirse a los flujos mundiales. Su deseo de protección en este caso es congruente con los acontecimientos recientes en la reglamentación de los mercados desarrollados, donde se han fortalecido los argumentos para retornar al control reglamentario gubernamental parcial.

2) *Establecimiento de convenios regionales de compensación y liquidación vinculados con las operaciones de capitales.* En la compensación y la liquidación de la compraventa de valores, los vínculos que habrán de crearse entre los agentes de compensación de valores privados y nacionales deben complementarse con un programa de liquidación regional que incluya a las autoridades monetarias centrales en el proceso. Estas autoridades pueden efectuar operaciones de valores intrarregionales y adoptar medidas correctivas para mantener la liquidez si es necesario. Si estas autoridades monetarias son miembros de cámaras de compensación regionales encargadas de la liquidación de operaciones comerciales, pueden ampliar el alcance de estos convenios para incluir la negociación de acciones en operaciones permitidas. Lo anterior llevaría a un sistema multilateral para equilibrar las operaciones de capital, de preferencia bajo una ventanilla de compensación independiente de las operaciones comerciales.

El mecanismo de compensación transfronterizo dependerá de la convertibilidad de la cuenta de capitales regional. En caso de adoptar dicho mecanismo, la compensación y la liquidación en monedas de los países de la región será automática. De lo contrario, el contravalor de cualquier compra transfronteriza de valores tendrá que convertirse primero a una moneda fuerte. Sólo entonces podrá llevarse a cabo la operación. En este caso, la decisión de convertir o no la moneda nacional en una divisa fuerte dependerá del banco central que rija al comprador. A su vez, para protegerse de este riesgo cambiario, el vendedor puede exigir garantías al comprador, lo que hará muy prolongada la operación transfronteriza.

3) *Armonización regional del régimen fiscal.* La armonización fiscal regional debe prever convenios que excluyan la doble tributación en la región y programas de convergencia entre los sistemas fiscales nacionales. El grado de armonización fiscal considerado podría establecerse de tal suerte que excluya la especulación excesiva, sin prohibir la compraventa de valores intrarregional.

4) *Armonización regional de la reglamentación, la supervisión y la información financiera.* La armonización regional de la



Las bolsas de valores y otros segmentos del mercado de capital están estrechamente vinculados con bancos y otros intermediarios financieros del sector financiero formal, pero poco con las actividades informales y seminormales. Los circuitos financieros consisten en sectores formales e informales que, en la mayoría de los casos, desempeñan actividades competitivas y complementarias

legislación y la supervisión debería basarse de preferencia en normas internacionales semejantes a las recomendadas por el Comité Internacional de Normas de Contabilidad (IASC, por sus siglas en inglés), a los Principios de Conducta Comercial y las Normas de Adecuación de Capital para las Empresas Bursátiles de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés), al Acuerdo de Basilea sobre Adecuación de Capital para Instituciones Financieras (suscrito bajo los auspicios del Banco de Pagos Internacionales) y las Directrices de la Unión Europea, adaptadas en forma natural a la situación de cada país. Por ejemplo, en pequeños países en desarrollo los requisitos mínimos de capital para el registro en la bolsa pueden ser inferiores a los de los mercados desarrollados.

5) *Armonización monetaria y fiscal.* El flujo normal de la inversión transfronteriza en una región determinada depende de cierta armonización monetaria y fiscal. La carencia absoluta de convergencia en áreas como la liberalización de las tasas de interés, el déficit del gobierno central y, en particular, la política cambiaria (manejo del tipo de cambio, convertibilidad regional), generalmente acompañada por tasas de inflación divergentes, puede generar flujos de capital unilaterales que lleguen a representar una carga insostenible para todos los asociados o, debido a la incertidumbre de la zona y la incompatibilidad de los países, la ausencia total de compraventa de valores transfronteriza. Para los países con un comportamiento monetario divergente (en particular la tasa de inflación) resulta difícil manejar incluso las operaciones financieras rutinarias.

El desarrollo de mercados de capitales regionales puede depender de una convergencia mínima en políticas fiscales. La coordinación en esa materia puede tener como objetivo, entre otros, el establecimiento de límites máximos para los

déficit fiscales, la prohibición de financiarlos con créditos de bancos centrales y el establecimiento de un coeficiente máximo de deuda/PIB. En caso de discrepancias excesivas en estos campos, los participantes del mercado procedentes de países de fuera de la región no pueden disfrutar las mismas oportunidades.

Por otro lado, es importante armonizar las políticas fiscales y de incentivos dada su incidencia regional en los movimientos de bienes, servicios, capitales y factores. Esto requiere un proceso amplio de concertación, cuyo compromiso puede significar, a la larga, la celebración de consultas intrarregionales antes de adoptar medidas fiscales nacionales.

El nivel mínimo de armonización no garantiza uniformidad. Ésta no sólo no es imposible de ponerse en práctica, sino también es inconveniente. Una de las fuerzas motoras de los movimientos de valores transfronterizos en un área pueden ser justamente los patrones divergentes de los ahorros, la oferta y la demanda del capital y los déficits fiscales.

Glosario

Adecuación de capital. Requisitos mínimos de capital establecidos por diversos organismos reglamentarios para las instituciones financieras. Debido a la creciente globalización del sistema financiero mundial, es necesario un convenio internacional relativo a las normas de adecuación de capital. En diciembre de 1987, once países de la Unión Europea suscribieron un acuerdo internacional de adecuación de capital para los bancos comerciales auspiciado por el Banco de Pagos Internacionales (BPI). El convenio establece coeficientes comunes de carácter preventivo y una definición común de activos ajustados por grado de riesgo. Se estipuló

que los bancos que operan en los países signatarios deberían tener un capital (capital social y deuda a largo plazo) equivalente a 8% de los activos ajustados por grado de riesgo (coeficiente de liquidez).

Agente de valores. Persona física o moral que compra y vende valores, productos básicos y contratos tanto por cuenta propia como a nombre de terceros.

American Depositary Receipts. Certificado registrado a nombre de los tenedores o título al portador que da derecho a determinado número de acciones en una empresa que no tenga su domicilio en Estados Unidos. Este tipo de certificado se negocia en las bolsas de valores de ese país.

Asociación de ahorro y crédito rotativos. Grupo informal de seis a cuarenta participantes que periódicamente (cada mes, por ejemplo) aportan una contribución a un fondo que se va otorgando alternadamente a cada uno de los miembros.

Banca universal. Grado máximo del alcance de actividades que pueden realizar los bancos comerciales. Tradicionalmente, los bancos se distinguen por su función en la captación de depósitos. En la mayoría de los países estas actividades llegan a complementarse con servicios como seguros, tarjetas de crédito y divisas, pero no se permiten la banca de inversión y la tenencia de acciones. En contraste con esta forma general de reglamentación, en los países con banca universal (por ejemplo Alemania, Holanda y Suiza), los bancos pueden actuar como bancos de inversión y prestar una amplia gama de servicios financieros, incluida la compraventa de títulos-valores.

Bolsa de valores. Mercado en el que se compran y venden títulos-valores. Facilita el ahorro y la inversión permitiendo a los inversionistas enajenar títulos rápidamente si así lo desean (en el mercado secundario) y permite a las sociedades, los gobiernos y otras organizaciones captar capital nuevo en el mercado primario (mercado de nuevas emisiones).

Capital social. Valor residual de los activos de una empresa una vez descontados los pasivos (salvo aquéllos de los tenedores de acciones ordinarias). El capital social de una empresa es la propiedad de los accionistas ordinarios.

Capitalización de mercado. Valor de mercado de todas las empresas registradas al cierre del período. El valor de mercado de una empresa generalmente se define como el precio por acción multiplicado por el número de acciones en circulación.

Coefficiente precio-ganancias (conocido también como múltiplo). Precio cotizado de una acción dividido entre las ganancias del año más reciente por acción (una vez descontados los dividendos fiscales más utilidades retenidas o uti-

lidades no distribuidas). Un alto coeficiente precio-ganancias refleja una evaluación favorable del inversionista respecto de la capacidad de una empresa de generar ganancias.

Comercio entre bolsas de valores. Operaciones en acciones extranjeras realizadas en la bolsa de valores local del inversionista o en otra bolsa especializada. El comercio entre bolsas de valores se refiere a operaciones en acciones extranjeras, realizadas en el mercado extranjero por residentes nacionales o a nombre de ellos.

Compañía fiduciaria de inversión. Tipo de compañía que aplica un método de inversión mediante el cual el dinero suscrito por varias personas se integra en un fondo, cuya inversión y administración están comprendidas en las disposiciones jurídicas de una escritura fiduciaria (celebrada entre una empresa administradora y un fideicomisario en favor de los beneficiarios). Una empresa administradora invierte el fondo en títulos-valores en nombre de los suscriptores. Dicha empresa y el fideicomisario (en cuyo favor se constituye la escritura fiduciaria) deben ser completamente independientes.

Flujos de capital bruto. Compras más ventas brutas de acciones ordinarias. Los flujos de capital bruto representan el valor de la compraventa global y son la medida del volumen de compraventa en el mercado. Los flujos de capital neto son las compras brutas menos las ventas brutas de acciones representativas del capital social. Es una medida del flujo de dinero nuevo en el mercado.

Fondo país. Fondo especializado en invertir en un país o una región determinados o en mercados emergentes seleccionados. Los fondos limitados tienen un número restringido de acciones que generalmente sólo puede aumentar con el consentimiento de sus tenedores. Los fondos limitados, por lo tanto, operan en forma muy parecida a una sociedad de responsabilidad limitada. El valor de una acción del fondo puede reflejar un valor de mercado más el valor del activo de referencia y se podría negociar en el mercado abierto en lugar de ser redimido por la institución administradora. A la larga, con el consentimiento de los accionistas, los fondos de inversión limitados pueden convertirse en ilimitados. Estos últimos pueden emitir y redimir acciones para satisfacer la demanda del inversionista.

Fondos de inversión. Fondos constituidos por accionistas reunidos por una convocatoria pública para invertir en forma colectiva. Estos fondos se manejan por cuenta de los accionistas con base en un principio de riesgo compartido.

Futuros financieros. Instrumentos concebidos para brindar protección a los agentes contra posibles pérdidas. Consisten en compras o ventas a un precio determinado en una fecha futura dada.



El proceso de integración del mercados de capitales se encuentra ligado a la apertura a la inversión extranjera y su adaptación a las necesidades de dicho proceso

Ganancias de capital. Incremento realizado en el valor de un activo de capital (cuando el valor de venta de una acción es mayor que el de compra). El gravamen a los productos de capital varía de un país a otro y de una persona física a una moral. Por lo general el impuesto al capital para personas físicas es inferior al del ingreso. Algunos países gravan las ganancias a corto y a largo plazos a tasas diferentes, mientras que otros pocos no gravan el capital. La razón es, entre otras, que parte o la totalidad de los productos del capital puede ser resultado de la inflación.

Intermediario bursátil. Intermediario entre un comprador y un vendedor en un mercado muy organizado.

Letra de cambio. Orden por escrito firmada por una persona y dirigida a otra, mediante la cual se obliga a ésta a pagar, a la vista o en fecha fija, una suma determinada de dinero. Las letras de cambio son negociables en el mercado de dinero, lo que significa liquidez inmediata para quienes las libran. Las letras de cambio se dividen en diferentes categorías, como letras bancarias, comerciales, comerciales de bajo interés y financieras.

Liquidación. Pago de una obligación; por ejemplo, pago al contado de títulos.

Mercado de capitales. Mercado de instrumentos a largo plazo susceptibles de ser prestados, a diferencia del mercado de dinero que maneja fondos a corto plazo. No hay una distinción muy clara entre los dos mercados, aunque los créditos del de capitales, en principio, se usan en la industria y el co-

mercio para inversiones fijas y adquisiciones. El mercado de capitales se encuentra inmerso en un proceso de internacionalización y cada país cuenta con todas esas instituciones que canalizan la oferta y la demanda de capital, incluidos el sistema bancario, la bolsa de valores, las aseguradoras y otros intermediarios financieros.

Mercado de dinero. Mercado en títulos de crédito a corto plazo (normalmente hasta de un año). Por ejemplo, letras de cambio, certificados de la Tesorería, dinero interbancario y depósitos de descuento.

Mercado extrabursátil (OTC). El término se refiere a un grupo de agentes de valores autorizados que brindan servicios bilaterales de compraventa de valores en títulos empresariales no registrados en una bolsa de valores. El mercado extrabursátil tiende al uso de complejos sistemas electrónicos con innovadores de mercado a lo ancho y a lo largo del país de residencia. Las empresas que cotizan en este mercado pueden estar o no registradas en una bolsa de valores. Si los títulos no están registrados, el mercado extrabursátil también puede llamarse mercado paralelo.

Mercado paralelo. Mercado de segundo nivel de títulos no registrados. Con frecuencia se usa como sinónimo del segmento no registrado del mercado extrabursátil.

Opciones. Contratos entre clientes y bancos que dan al cliente el derecho de comprar o vender. Esos derechos son negociables durante el período que precede a la validez de las opciones, pero pierde valor cuando la opción va a realizarse.

Operaciones de compensación de valores. La compensación de pasivos o adquisiciones y ventas entre dos o más partes.

Persona con acceso a información privilegiada. Se refiere a una persona que negocia acciones de una empresa para beneficio personal, habida cuenta de que posee información confidencial sobre la situación actual o futura de la empresa, información ésta que no ha sido revelada al público.

Productos derivados. Contratos que conceden a una parte un derecho sobre un activo de referencia (o su valor en efectivo) en un momento en el futuro y obligan a una contraparte a cumplir con el pasivo correspondiente. El contrato puede describir un monto en efectivo, un valor, un producto físico, un flujo de pagos o bien un índice de mercado. Puede obligar a ambas partes por igual (futuros) u ofrecer a una de las partes una opción para ejercerla o no (opciones). Algunos productos derivados pueden negociarse en las bolsas de valores; su precio de mercado dependerá en parte del movimiento del precio del activo de referencia desde que se haya celebrado el contrato. Mientras que los contratos del mercado extrabursátil son hechos a la medida por los intermediarios

para ajustarlos a las necesidades de los usuarios, los contratos negociados en bolsas tienen vencimiento, tamaño y términos de entrega estandarizados, y la propia bolsa es la contraparte en cada operación.

Registro transfronterizo. Valores de la misma empresa registrados simultáneamente en las bolsas de valores de más de un país.

Suscriptor. Agente financiero que garantiza compradores o se encarga de encontrarlos para parte o la totalidad de la emisión de un título-valor, a cambio de que un banco o grupo de bancos (colocador) le otorgue una comisión para asegurar la venta de parte o la totalidad de una emisión que no compra el público al que está dirigida.

Transfronterizo. Operaciones en acciones nacionales, realizadas en el mercado nacional por extranjeros no residentes o a nombre de ellos.

Warrants. Títulos-valores que dan al tenedor el derecho a suscribir una acción o un bono a un precio estipulado y a partir de una fecha determinada. No implican derechos a percibir ingresos u otros derechos; se negocian en forma separada en la bolsa de valores a un precio inferior al del título-valor vinculado con ellos. ④

Bibliografía

- Y. Akyüz, "Financial Liberalization: The Key Issues", *UNCTAD Discussion Papers*, núm. 56, Ginebra, 1993.
- ASEAN-UNDP, *Summary of the Proceedings of the Third ASEAN-UNDP Seminar on the Mobilization of ASEAN Domestic Resources Through Financial Institutions*, Kuala Lumpur, Malasia, enero de 1989, pp. 16-21,
- D.E. Ayling, *The Internationalization of Stockmarkets: The Trend toward Greater Foreign Borrowing and Investment*, Gower Studies in Finance and Investment, 1, Aldershot, Reino Unido, 1986.
- Banco Mundial, *World Development Report 1989*, Washington, 1990.
- , *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, Washington, 1993.
- Baring Securities, *Cross-border Capital Flows, A Study of Foreign Equity Investment*, 1991/92 Review, Londres, 1993.
- Bolsa Mexicana de Valores, "El concepto de mercados emergentes", *El Mercado de Valores*, vol. LII, núm. 11, México, 1 de junio de 1992, pp. 26-27.
- Bovespa Pinheiro Neto, *Guide on How to Invest in the Brazilian Stock Market*, São Paulo Stock Exchange-Pinheiro Neto Advogados, São Paulo, 1992.
- T.M. Chuppe y M. Atkin, *Regulation of Securities Markets: Some Recent Trends and Their Implications for Emerging Markets*, FMI, Washington, 1992.
- Delhi Stock Exchange, *Facts & Figures: Indian Stock Market* (3a. ed.), Delhi Stock Exchange Association Ltd, Nueva Delhi, 1992.
- FIBV, *Annual Report 1992 y Statistics*, Fédération Internationale des Bourses de Valurs, París, 1992.
- M. Fukao, "International Integration of Financial Markets and the Cost of Capital", Economics Department, *Working Papers*, núm. 128, OCDE, París, 1993.
- M. Goldstein, D. Folkerts Landau, M. El-Erian, S. Fries y L. Rojas Suárez, *International Capital Markets: Developments, Prospects and Policy Issues*, FMI, Washington, 1992.
- International Finance Corporation, "Investir dans les nouveaux marchés de capitaux", Capital Markets Department, Forum sur l'émergence de nouveaux marchés financiers, París, 1988.
- , *Emerging Stock Markets Factbook 1992*, Washington, 1992.
- , *Emerging Stock Markets Factbook 1993*, Washington, 1993.
- FMI, *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Annual Report 1992*, Washington, 1992.
- , "Private Market Financing for Developing Countries", *World Economic and Financial Surveys*, Washington, diciembre de 1992.
- OCDE, "Financial Systems and Financial Regulation in Dynamic Asian Economies (DAEs)", Informal Workshop with Dynamic Asian Economies, *Workshop "B": Financial Markets*, Background Paper, núm. 4, París, 1990.
- , *Code of Liberalization of Capital Movements* (ed. 1992), París, 1992.
- R. Pardy, "Institutional Reform in Emerging Securities Markets", *Policy Research Working Papers*, Banco Mundial, Washington, mayo de 1992.
- S.G. Rhee, *Securities Markets and Systemic Risks in Dynamic Asian Countries*, OCDE, París, 1992.
- A. Singh, "The Stock-Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock-Markets?", *UNCTAD Discussion Papers*, núm. 49, 1992.
- Stock Exchange of Thailand, *The Stock Market in Thailand*, Stock Exchange of Thailand, Bangkok, 1992.
- W. Tseng y R. Corker, "Financial Liberalization, Money Demand and Monetary Policy in Asian Countries", *IMF Occasional Paper*, núm. 84, Washington, 1991.
- WIDER, *Foreign Portfolio Investment in Emerging Equity Markets*, World Institute for Development Economics Research of the United Nations University, Study Group Series, núm. 5, Helsinki, 1990.
- S. Wijnbergen, "Interest Rate Management in LDC's", *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, 1983, pp. 433-452.
- M. Wolf, *Global Economic Prospects and the Developing Countries 1993*, Banco Mundial, Washington, 1993.