

Rol de los Inversionistas Institucionales en un Dinámico Mercado de Capital Norteamericano

Resumen Ejecutivo

Los Estados Unidos tienen el mayor y más eficiente mercado de capital del mundo. Los inversionistas institucionales de los Estados Unidos desempeñan un rol importante en el crecimiento y desarrollo del mercado de capital al movilizar ahorros e invertir los fondos acumulados en los mercados monetarios y de capital. El crecimiento de los inversionistas institucionales como protagonistas del mercado norteamericano de capital también ha tenido importantes implicaciones en el ambiente normativo. Consecuentemente, las normas de valores de los Estados Unidos reconocen que los inversionistas institucionales sofisticados normalmente requieren menor protección que los inversionistas particulares. Los Estados Unidos constituyen un ejemplo interesante de un mercado de capital bien regulado con una amplia ordenación de inversionistas institucionales, fondos de inversión e instrumentos financieros disponibles para movilizar y asignar ahorros de manera eficaz en costos.

Entre 1960 y 1994, los activos de los inversionistas institucionales norteamericanos crecieron de US\$118 billones a US\$10.271 billones. Como porcentaje del total de valores en circulación en el mercado de capital

norteamericano, los activos institucionales pasaron de menos del 20% en valores en circulación en 1960 al 67% en 1994. Esta tendencia tiene una profunda influencia en el crecimiento y desarrollo del mercado norteamericano de capital. Mas aún, la tendencia hacia la valorización e institucionalización de los ahorros y procesos de inversión en los Estados Unidos se ha acelerado en las últimas décadas. Esta es una tendencia a largo plazo cuya continuidad parece probable en los próximos años.

Los fondos privados de pensiones han clasificado entre los sectores institucionales de más rápido crecimiento. Entre 1960 y 1994 los activos de los fondos de pensiones aumentaron de US\$58 billones a US\$4.750 billones. Después de los fondos de pensiones, los fondos mutuos constituyen el grupo inversionista institucional más grande de los Estados Unidos, seguido por las compañías de seguros y los departamentos fiduciarios. Se espera que la importancia de la inversión institucional en la forma de fondos privados de pensiones y fondos mutuos continúe creciendo en los próximos años. Es posible que esto ocurra debido a las características demográficas de la población (i.e., un gran segmento de población con edades entre 40 y 50) y al proceso de valorización. Además, el actual ambiente económico de baja inflación y tasas de interés relativamente estables conduce a inversión en activos financieros.

El crecimiento de los fondos privados de pensiones y otras formas de inversión institucional se han visto influenciadas por la política gubernamental que ha estimulado la inversión institucional. La política de impuestos del gobierno ha

favorecido fuertemente la inversión en retiro (i.e., el ingreso y ganancia en esquemas de pensión y seguros generalmente tienen pago de impuestos aplazado hasta el retiro o muerte) a través de contratos de anualidad variable de pensiones privadas y seguros de vida. Adicionalmente, la política normativa ha generado prudentes estándares fiduciarios para los inversionistas institucionales. El crecimiento de la inversión institucional también se ha visto apoyado por los rendimientos derivados del hecho de que los administradores monetarios institucionales estén controlando grandes fondos de activos en representación de inversionistas institucionales y por el crecimiento en los mercados de valores en relación con depósitos bancarios o de ahorros.

El desarrollo del mercado de capital de los Estados Unidos está muy relacionado con las demandas de los administradores monetarios institucionales al mercado. Actualmente, las tenencias de los inversionistas institucionales equivalen a más del 50% de los títulos de participación en circulación comparados con un 15% en 1960. Con la aprobación de la ley ERISA, los patronos se han convertido en administradores más activos en busca de una mayor diversificación del portafolio. La aprobación de la ley ERISA condujo también al crecimiento de una gigantesca industria de administración monetaria profesional. El crecimiento de la administración monetaria institucional ha contribuido también a incrementar la demanda de una mejor divulgación de información financiera por parte de las compañías norteamericanas. Adicionalmente, muchos inversionistas institucionales dependen de la clasificación de los instrumentos de deuda para tomar la toma de decisiones de

inversión, lo que ha conducido a una expansión del número de agencias clasificadores en los Estados Unidos y alrededor del mundo.

El crecimiento de inversionistas institucionales ha influenciado el desarrollo del mercado de capital en los Estados Unidos de otras formas. Ha conducido a estrategias pasivas de inversión tales como la indexación de la inversión al índice de la bolsa de valores y a la expansión de instrumentos financieros derivados en el mercado. El crecimiento de inversionistas institucionales también ha hecho que el mercado norteamericano de colocación privada sea más eficiente. Con la introducción de la Norma 144A de la Comisión de Valores y Bolsas (SEC) existe actualmente un activo mercado secundario para valores de emisión privada entre compradores institucionales calificados. Esto ha hecho que el mercado norteamericano de emisión privada sea más competitivo con el mercado de eurobonos y con los mercados de bonos extranjeros del resto del mundo. En los últimos años, los administradores de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales también han contribuido a la expansión y diversificación de la industria de fondos mutuos al convertirse en importantes accionistas de los mismos, lo que contribuyó al explosivo crecimiento en número y tamaño de los fondos mutuos, particularmente durante la pasada década.

Los inversionistas institucionales de los Estados Unidos están sujetos a varias formas de regulación por parte de diferentes organismos reguladores, dependiendo del tipo de institución financiera que realice la función de administración de inversión o servicios similares. Aún cuando las compañías

inversionistas están reguladas por la SEC, otros tipos de fondos de inversiones están exentos de la definición de compañía de inversión y por lo tanto no tienen que registrarse ante la SEC. Esto incluye fondos fiduciarios individuales y colectivos administrados por bancos comerciales, planes privados de pensión que generalmente son administrados por bancos o compañías de seguros y cuentas diversas de compañías de seguros. Cada uno regulado por diferentes entidades aún cuando funcionalmente son similares a las compañías de inversión. Otras agencias de gobierno norteamericanas y reguladores estatales involucradas en la regulación de las actividades de administración monetaria de los inversionistas institucionales son el Departamento de Trabajo de los Estados Unidos, las agencias reguladores de los bancos federales y estatales y las comisiones estatales de seguros. Adicionalmente, la SEC delega ciertas responsabilidades de regulación de las bolsas de valores en la Asociación Nacional de Corredores de Bolsa y en otros organismos autoreguladores.

A fin de comprender los estándares de regulación aplicados a las compañías de inversión y demás entidades registradas ante la SEC, es importante entender que la piedra angular del marco regulador de valores en los Estados Unidos es la divulgación de información a inversionistas y el mantenimiento de fuertes estándares de prudencia. La SEC no participa en la regulación de méritos. Se espera que los inversionistas norteamericanos tomen sus propias decisiones documentadas con relación a los riesgos y recompensas derivadas de una determinada inversión. En consecuencia, las compañías de inversión pueden incluir en sus portafolios inversiones más especulativas, tales

como los bonos empresariales de alto rendimiento (conocidos como "*junk bonds*") partiendo de la base de que son divulgados a los inversionistas en el momento en que se registran las acciones de la compañía inversionista. Sin embargo, los objetivos de inversión del fondo deben ser claramente divulgados a los inversionistas y no se pueden cambiar sin autorización del accionista.

En los Estados Unidos, el crecimiento de la inversión institucional se ha visto estimulado por un ambiente de política normativa que ha conducido al crecimiento de la industria de los fondos mutuos y a los planes privados de pensiones. En particular, las salvaguardias básicas exigidas por la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 han proporcionado un alto grado de confianza pública en los fondos mutuos. Sin un alto nivel de confianza pública, es poco probable que la industria de los fondos mutuos hubiera experimentado tan rápido y continuo crecimiento en cada década a partir de 1940. Es digno de mencionar que el modelo de regulación de valores en los Estados Unidos, con adecuadas modificaciones para satisfacer las condiciones locales, se esté poniendo actualmente en práctica en muchos países del mundo. Igualmente, la ley ERISA ha contribuido al rápido crecimiento de los planes privados de pensión en los Estados Unidos al proporcionar protección básica con relación al manejo y operación de los planes privados de pensiones. Un beneficio importante para el mercado de capital es la disponibilidad de grandes cantidades de fondos de inversión. Sin embargo, los procesos de toma de decisiones con respecto a dichas inversiones son altamente descentralizados.

En muchos mercados emergentes se está dando una alta prioridad al desarrollo de planes privados de pensiones para complementar los fondos nacionales patrocinados por el gobierno. Esta tendencia debe tener como resultado una mayor liquidez en los mercados emergentes y una mejorada eficiencia de asignación. Uno de los problemas de la mayoría de los mercados emergentes radica en que los inversionistas locales normalmente son inversionistas individuales relativamente poco sofisticados, mientras que la inversión institucional tiene principalmente origen extranjero. Aún en los dinámicos mercados emergentes asiáticos, las autoridades responsables de formular las políticas están tratando de realzar el rol de los inversionistas institucionales domésticos en los mercados monetarios y de capital. En efecto, a menudo se considera que la ausencia de una base inversionista institucional es una de las razones para que los mercados de títulos se hayan rezagado en el desarrollo de los mercados emergentes.

En los países industrializados, los inversionistas institucionales han facilitado el desarrollo de los mercados de valores al aumentar la liquidez del mercado a través de la negociación en mercados secundarios. Si Colombia adoptara las políticas apropiadas en relación con el desarrollo y regulación de inversionistas institucionales, se esperaría que esto facilitara el posterior desarrollo del mercado monetario y de capital. En general, los mercados de capital de los Estados Unidos se han beneficiado de la política del gobierno norteamericano que ha estimulado la competencia y la innovación en el suministro de servicios financieros incluyendo aquellos ofrecidos por

administradores monetarios institucionales. Esto se refleja en la amplia ordenación de inversionistas institucionales y servicios de administración monetaria a disposición de los inversionistas en los Estados Unidos. Ciertamente, dichas políticas podrían ser emuladas en Colombia con las modificaciones apropiadas para satisfacer las condiciones locales.

Rol de los Inversionistas Institucionales en un Dinámico Mercado de Capital Norteamericano

CONTENIDO

PÁGINA

- Resumen Ejecutivo
- I. Antecedentes e Introducción
 - A. Mercados de Capital Definidos
 - B. Crecimiento de Inversionistas Institucionales
- II. Ambiente de los Mercados Financieros en los Estados Unidos
 - A. Expansión de los Mercados de Valores en los Estados Unidos
 - B. Valorización de Activos Financieros del Sector Familiar
 - C. Actual Ambiente Económico
- III. Estructura de los Mercados de Capital en Estados Unidos
 - A. Valores en Circulación Relativos al PIB
 - B. Patrimonio Social y Mercado de Bonos
 - C. Colocaciones Privadas y Ofrecimientos 144A
 - D. Mercados de Valores del Gobierno en los Estados Unidos
 - E. Bonos del Gobierno Estatal y Local
- IV. Inversionistas Institucionales en el Sistema de Regulación de los Estados Unidos
 - A. Inversiones de Portafolio
 - B. Sistema de Regulación de los Estados Unidos
 - C. Modelos de Regulación de Valores
 - D. Compañías de Inversión
 - E. Fondos de Pensiones
 - F. Fideicomisos Personales en Bancos
 - G. Compañías de Seguros
 - H. Otros Intermediarios e Instituciones
 - I. Consideraciones de la Competencia
- V. Perspectivas para el Futuro

Rol de los Inversionistas Institucionales en un Dinámico Mercado de Capital Norteamericano

I. Antecedentes e Introducción

Los Estados Unidos tienen el mayor y más eficiente mercado de capital del mundo. Los inversionistas institucionales norteamericanos han jugado un papel importante en el crecimiento y desarrollo de ese mercado al movilizar ahorros e invertir los fondos acumulados en los mercados monetarios y de capital. De muchas maneras, los inversionistas institucionales de los Estados Unidos han tenido también un impacto en los mercados de capital del mundo. El crecimiento de los inversionistas institucionales como protagonistas del mercado de capital norteamericano ha tenido igualmente importantes implicaciones en el ambiente de regulación. Las normas de valores en los Estados Unidos, por ejemplo, reconocen que los inversionistas institucionales sofisticados normalmente requieren menos protección que los inversionistas particulares (i.e., la promulgación de la Norma 144A). Igualmente, el reconocimiento de la regulación de planes privados de pensión al potencial impacto económico que un gran consorcio de fondos de inversión puede tener en el mercado de capital. Los Estados Unidos proporcionan un ejemplo interesante de un mercado de capital bien regulado con un ordenamiento de inversionistas institucionales, fondos de inversión e instrumentos financieros que están disponibles para movilizar y asignar ahorros de manera eficaz en costos.

El propósito de este documento es familiarizar al lector con las principales características del mercado de capital y el importante rol de los inversionistas institucionales en el mercado. El documento comienza con una discusión de la naturaleza de los instrumentos del mercado de capital de los Estados Unidos y el crecimiento de los inversionistas institucionales. A continuación, el documento examina el reciente ambiente del mercado financiero de los Estados Unidos y la estructura y operación de los varios segmentos del capital de mercado (i.e., patrimonio social y garantías de la deuda, títulos del gobierno de los Estados Unidos y títulos municipales). Esto seguido por una discusión de los principales tipos de inversionistas institucionales -- compañías de inversión (i.e., fondos mutuos), fondos de pensiones, fideicomisos en bancos y compañías de seguros. A continuación, el documento observa el ambiente de regulación con particular énfasis en el papel de la Comisión de Valores y Bolsas (SEC) en la reglamentación de compañías de inversión que juegan un papel importante en la movilización de ahorros de pequeños inversionistas particulares. Finalmente, el documento concluye con una discusión de los prospectos de futuro crecimiento en la inversión institucional y de las lecciones que pueden aprenderse de la experiencia norteamericana que podría aplicarse al desarrollo y regulación de los mercados emergentes como el colombiano.

A. Mercados de Capital Definidos. La distinción entre los mercados monetarios y de capital normalmente está determinada por la duración de la vigencia del instrumento. La definición también puede tener implicaciones con respecto a la regulación de mercados de valores y los emisores de valores. Las

acciones comunes y preferenciales son instrumentos del mercado de capital expedidos a perpetuidad. Los accionistas ordinarios son los dueños de la corporación. Como tal, tienen el derecho a escoger la junta directiva, nombrar el gerente de la sociedad y votar sobre los asuntos importantes en las asambleas de accionistas. Los pagos de dividendos normalmente no están fijos sino más bien sujetos a la discreción de la junta directiva. Los instrumentos de deuda con vencimientos de menos de un año normalmente son definidos como instrumentos del mercado monetario. Los instrumentos del mercado monetario incluyen certificados negociables de depósito, títulos comerciales y títulos de gobierno a corto plazo. Los instrumentos de deuda comerciales con vencimientos mayores de un año normalmente se clasifican como pagarés o bonos (i.e., instrumentos de deuda del mercado de capital) dependiendo de la duración del vencimiento. Sin embargo, en mercados emergentes, la gran mayoría de los instrumentos de deuda del mercado de capital tienen vencimiento de uno a cinco años y normalmente se consideran como bonos. En los Estados Unidos, los bonos normalmente se expiden por un término específico a una determinada tasa de interés. El precio del bono variará de acuerdo a los cambios en la tasa de interés del mercado. En consecuencia, el valor de los portafolios de los inversionistas institucionales variarán con las ganancias y pérdidas en valor de posiciones de inventario.

Los instrumentos del mercado de capital (i.e., valores) emitidos en los Estados Unidos generalmente están regulados por la SEC, mientras que los instrumentos del mercado monetario tales como certificados de depósito,

préstamos intrabancarios y títulos comerciales generalmente están exentos de registro. Sin embargo, los valores públicos del gobierno de los Estados Unidos y municipales emitidos por los gobiernos estatales y locales en los mercados monetario y de capital son valores exentos de registro. Adicionalmente, las exenciones de registro son aplicables a los títulos emitidos o garantizados por bancos de los Estados Unidos o por ciertas agencias o sucursales de bancos extranjeros. Aún cuando las líneas de distinción son hoy menos claras, los bancos comerciales han jugado tradicionalmente un papel líder en el mercado monetario de instrumentos privados de deuda mientras que los bancos de inversión y compañías de valores generalmente han servido de intermediarios en el mercado de capital para títulos de deuda y participación.

En los Estados Unidos se exige a los inversionistas institucionales tales como fondos privados de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros tasar sus posiciones de inversión en el mercado de valores. En efecto, se exige a los inversionistas institucionales invertir una parte importante de sus activos en valores líquidos. Las obligaciones fiduciarias de los administradores de los fondos de pensiones y otros administradores de inversión también requieren que los fondos se inviertan con prudencia. Esto significa en general que las inversiones están limitadas a instrumentos negociables no especulativos. En los Estados Unidos, el capital de riesgo normalmente es proporcionado por personas adineradas o por fondos privados de capital de riesgo con menos de cien inversionistas. En los Estados Unidos los fondos de inversión con menos de cien inversionistas están exentos de la definición de compañía de inversión.

B. Crecimiento de los Inversionistas Institucionales. Los inversionistas institucionales de los Estados Unidos han experimentado un rápido crecimiento durante las últimas décadas. Entre 1960 y 1994 los activos de los inversionistas institucionales crecieron de US\$ 118 billones a US\$10.271 billones (ver Tabla 1). Como un porcentaje del total de valores en circulación en el mercado norteamericano de capital, los activos institucionales ascendieron a menos del 20% de los valores en circulación en 1960. Esta cifra alcanzó el 43% en 1970, el 55% en 1980 y el 67% en 1994. Esta tendencia ejerce una profunda influencia en el crecimiento y desarrollo del mercado norteamericano de capital. Además, la tendencia hacia la bursatilización e institucionalización de los ahorros y el proceso de inversión en los Estados Unidos se ha acelerado en las últimas décadas. Esta es una tendencia a largo plazo que es probable que continúe en durante los próximos años.

El explosivo crecimiento de los inversionistas institucionales a lo largo de los pasados cuarenta años ha continuado acelerado en los años 90. Los fondos privados de pensiones han clasificado entre los sectores institucionales de más rápido crecimiento. Desde la década de los 50, su tasa de crecimiento ha sido casi el doble de rápida que la de los demás tipos de inversionistas institucionales. Entre 1960 y 1994, los activos de los fondos de pensiones crecieron de US\$58 billones a US\$4.750 billones. Después de los fondos de pensiones, los fondos mutuos son el siguiente grupo inversionista más grande de los Estados Unidos, seguidos por las compañías de seguros y los departamentos fiduciarios de los

bancos. El crecimiento en fondos privados de pensiones y otras formas de inversión institucional se han visto influenciados por cambios en las características demográficas del país (i.e., la edad de la población norteamericana) y por las medidas de la política gubernamental que han estimulado la inversión institucional. La política tributaria del gobierno ha favorecido fuertemente la inversión para retiro (i.e., pago de impuestos sobre ingresos y ganancias en esquemas de pensión y seguros generalmente aplazado hasta retiro o defunción) a través de contratos de anualidad variable en planes privados de pensiones y seguros de vida. Igualmente, la política de regulación ha generado prudentes normas fiduciarias para los inversionistas institucionales. El crecimiento de la inversión institucional también ha estado apoyado por las eficiencias derivadas (i.e., economías de escala y diversificación de portafolio) del hecho de que los administradores monetarios institucionales controlen grandes fondos de activos en representación de los inversionistas institucionales y por el crecimiento de los mercados de valores en relación con otras formas de activos financieros (i.e., depósitos bancarios o de ahorros).

Tabla 1

Crecimiento de Activos Institucionales: 1950 - 1994

II. Ambiente de los Mercados Financieros Norteamericanos

El desarrollo del mercado norteamericano de capital está mucho más relacionado con las demandas de los administradores monetarios institucionales colocadas en el mercado. Actualmente las propiedades de los inversionistas

institucionales equivalen a más del 50% de los títulos de participación comparados con el 15% en 1960. Los títulos de participación de los planes privados de pensiones por ejemplo, crecieron de cerca de un 15% de activos del plan de pensiones en 1950 a un 67% en 1970. Los patrones de inversión de planes de pensiones cambiaron en la década de los 70 en respuesta a la aprobación de la Ley de Ingreso de Capital por Retiro de Empleados (ERISA) promulgada en 1974. Con la aprobación de la ley ERISA, los patronos se han convertido en administradores más activos en busca de una mayor diversificación del portafolio. La aprobación de la ley ERISA condujo también al crecimiento de una gigantesca industria de administración monetaria profesional. Al estimular una mayor administración profesional de planes privados de pensiones, la ley ERISA contribuyó también a estimular la creación de centros locales de administración monetaria y asesoría externa en pensiones, sistemas de registro y servicios analíticos ofrecidos por los departamentos fiduciarios de los bancos y otros.¹ El crecimiento en la administración monetaria institucional también contribuyó a incrementar la demanda de una mejor divulgación de información financiera por parte de las compañías norteamericanas. Así mismo, muchos inversionistas institucionales dependen en gran medida de la clasificación de instrumentos de deuda para la toma de decisiones. Más aún, esto se ve estimulado por el ambiente de regulación en el cual deben operar los inversionistas institucionales, lo que ha conducido a una expansión del número de agencias clasificadoras en los Estados Unidos y el resto del mundo.

¹ *NYSE Institutional Investor Fact Book*, Bolsa de Valores de Nueva York, enero de 1991, páginas. 19-27.

El crecimiento de inversionistas institucionales ha influenciado el desarrollo del mercado de capital en los Estados Unidos de otras formas. Ha conducido a estrategias pasivas de inversión tales como la indexación de la inversión al índice de la bolsa de valores y a la expansión de instrumentos financieros derivados en el mercado. En 1984, sólo dos años después de la introducción de opciones y futuros basados en índices bursátiles liquidados en efectivo, cuarenta de los primeros doscientos fondos de pensiones ya empezaban a considerar el uso de mercados derivados para obtener rentabilidad diferencial por el dinero administrado. El crecimiento de inversionistas institucionales también ha hecho que el mercado norteamericano de emisión privada sea más eficiente. Con la introducción de la Norma 144A de la SEC, existe actualmente un activo mercado secundario para valores de emisión privada entre compradores institucionales calificados. Esto ha hecho que el mercado norteamericano de colocación privada sea más competitivo con otros mercados financieros del mundo (i.e, los mercados de Eurobonos y de bonos extranjeros). En los últimos años, los administradores de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales han contribuido a la expansión y diversificación de la industria de los fondos mutuos al convertirse en importantes accionistas de los fondos mutuos. Esto contribuyó al explosivo crecimiento en número y tamaño de los fondos mutuos particularmente durante la pasada década.

La institucionalización de los ahorros y el proceso de inversión ha sido un fenómeno mundial presenciado por el crecimiento de los fondos mutuos con base en otros países distintos a los Estados Unidos. Mientras que los activos de los

fondos mutuos en los Estados Unidos se extendieron en US\$1.1 trillones entre 1990 y 1994, los fondos mutuos con base en otros países diferentes a los Estados Unidos crecieron en una suma casi igual (US\$1.0 trillones). Como resultado, se estima que el total de activos de sociedades de inversión basada en la emisión de títulos alrededor del mundo habrá de incrementarse de US\$2.0 trillones en 1990 a US\$4.1 trillones en 1994. Muchos de estos fondos inviertan fuera de sus mercados nacionales, incluyendo los mercados emergentes.

A. Expansión de los Mercados Emergentes en los Estados Unidos.

Entre 1960 y 1994 los valores en circulación en el mercado norteamericano de capital crecieron de US\$830.6 billones a US\$15.310 billones. Los títulos corporativos, el mayor segmento del mercado norteamericano de capital, aumentó de US\$425 billones a US\$6.049 billones durante este período. El mercado de valores públicos que ha venido creciendo bastante rápido durante las pasadas décadas debido al gran déficit del gobierno federal es el segundo componente del mercado norteamericano de capital. El gobierno federal ha sido consistentemente el mayor emisor neto de valores. En 1960, en US\$243 billones, el mercado de valores públicos tenía la mitad del tamaño del mercado de valores de capital social. Actualmente, el valor de los títulos públicos del gobierno de los Estados Unidos en circulación (US\$5.642 billones) es casi tan alto como el de los títulos de participación en circulación. Al combinarse con los valores públicos del gobierno estatal y local, el mercado de valores emitidos por el gobierno federal, estatal y local es mayor que el mercado bursátil pero menor que el mercado de todos los títulos de deuda y participación del capital social combinados. El

mercado de bonos empresariales, que es mucho menor que el mercado de bonos públicos, también se ha extendido en los últimos años. En particular, los valores respaldados por acciones, que difícilmente existían en 1980, alcanzaron la cifra de US\$253.4 billones a finales de 1994 (ver Tabla 2 y Anexos Tablas 1 y 2).

Tabla 2

Valores en Circulación en el Mercado Norteamericano de Capital: 1950 - 1994

Los Estados Unidos no solo constituyen el mayor mercado de valores del mundo sino también el más innovador en términos de diversidad de productos. Cuenta con una amplia variedad de grupos de fondos de inversión, un mercado altamente desarrollado en títulos de deuda y participación, activos bursátiles en forma de valores respaldados por hipotecas, derivados y muchos otros productos y servicios. Los mercados norteamericanos de valores han sido tradicionalmente flexibles y abiertos. La competencia y la innovación son estimuladas por el sistema de regulación que controla los mercados de valores y que está basado en un sistema de completa y equitativa divulgación de productos de inversión más que en la regulación de méritos (i.e., administración o control del gobierno del proceso de formación de capital). En consecuencia, están permitidos los productos más especulativos, tales como bonos de alto rendimiento (i.e., "junk bonds") y fondos de inversión de tipo más especulativo. Los Estados Unidos han influenciado los mercados de títulos a lo largo del mundo en innovación de productos y en su fuerte dependencia en la movilización de capital por parte de la empresa privada y en la creación de entidades corporativas que

han distribuido ampliamente sus acciones a inversionistas públicos. Desde comienzos del siglo veinte, las compañías norteamericanas han obtenido amplio respaldo del inversionista en inversiones en valores del sector privado. Como resultado, los mercados de valores de los Estados Unidos han incluido una gran participación del público por muchas décadas. En los últimos años, esto ha ido en aumento en la forma de participación indirecta a través de planes privados de pensión y fondos mutuos.

A finales del siglo diecinueve y a comienzos del siglo veinte, los inversionistas particulares constituían la fuerza más importante del mercado de capital. Cuando se estableció la SEC en 1934, los particulares seguían siendo los principales actores del mercado de capital. Aún cuando el mercado de bonos ha sido tradicionalmente un mercado institucional, a finales de la década del 60 el mercado de bursátil se hizo cada vez más institucional. En 1965, los inversionistas particulares tenían el 83.8% de los valores de capital en circulación en los Estados Unidos, mientras que los inversionistas institucionales tenían el 16.2%. En 1975 la suma de títulos de participación en circulación de que daban cuenta los inversionistas institucionales aumentó al 41.4%. En los Estados Unidos, los inversionistas institucionales también tienden a ser comerciantes mucho más activos que los inversionistas particulares, cuya tendencia es a tener acciones a términos más largos. En 1987, año del colapso mundial de la bolsa de valores, la participación relativa de las acciones en circulación en cabeza de los inversionistas institucionales de los Estados Unidos llegó al 50% por primera vez. Desde entonces, el porcentaje de valores en

circulación de que dan cuenta los inversionistas institucionales ha fluctuado muy poco, permaneciendo cercano al 50% en la pasada década (ver Anexo Tabla 3).

Los Estados Unidos han estimulado el flujo libre de capital a lo largo de la mayor parte de su historia económica. En efecto, el temprano desarrollo económico de los Estados Unidos fue apoyado en gran medida por la inversión extranjera. Desde la época de la Colonia, los inversionistas americanos han adquirido valores en los mercados extranjeros. En la década de 1860 los valores extranjeros eran puestos en circulación en el mercado norteamericano de capital y hacia 1906 se estima que los americanos llegaban a los US\$600 millones en valores extranjeros. Aún cuando el primer fondo mutuo de los Estados Unidos se estableció como una forma diferente de empresa financiera en Boston en el año de 1924, sus orígenes se remontan a finales del siglo diecinueve cuando los fondos de inversión ingleses y escoceses ayudaron a financiar la expansión de los ferrocarriles y otras industrias en los Estados Unidos.

B. Bursatilización de Activos Financieros Domésticos. Durante la década pasada el valor en bolsa de los activos financieros líquidos del sector doméstico crecieron de US\$4.5 trillones a US\$8.7 trillones. En este mismo lapso, tuvo lugar un cambio drástico en la importancia relativa de las diferentes clases de activos domésticos. Hubo una marcada desviación de los depósitos bancarios (incluyendo certificados de depósito) hacia los activos bursatilizados. Antes de 1986, los accionistas domésticos tenían más del 50% de sus activos financieros líquidos en depósitos bancarios. Desde mediados de 1980 se presentó una

marcada variación hacia títulos negociables de deuda y participación. Entre 1987 y 1994, la participación en activos financieros líquidos del sector doméstico en forma de depósitos bancarios declinó del 48.3% al 31.7%. Los títulos de participación se convirtieron en una mayor participación de los activos financieros líquidos del sector doméstico, aumentando de un 26.4% en 1987 al 33.6% en 1994. Aún cuando el valor de los bonos en cartera aumentó de US\$720 billones a US\$ 1.6 trillones entre 1987 y 1994, la participación relativa de los activos financieros del sector doméstico en bonos permaneció en gran medida sin variación. (Tabla 3).

Tabla 3

Activos Financieros Líquidos del Sector Doméstico

C. Actual Ambiente Económico. Durante la década pasada, una inflación más baja se ha visto acompañada por una disminución en las tasas de interés tanto a corto como a largo plazo. Esto, junto con el moderado crecimiento del PIB y mejores utilidades empresariales, ha generado un ambiente de inversión favorable a la expansión del mercado norteamericano de capital. La disminución de la tasa de inflación en los Estados Unidos refleja una tendencia a la desinflación en los países industrializados en los últimos años. Con la inflación en el 2.3% en 1994, los países industrializados experimentaron en más bajo nivel de inflación en treinta años, con excepción de 1986, que estuvo fuertemente influenciado por la caída de los precios del petróleo.² En la década de 1990, la

² *Bank for International Settlements Annual Report: 1994* Basle, Suiza, página 9.

tasa de inflación de los Estados Unidos ha disminuido cada año -- del 5.4% en 1990 al 2.6% en 1994. En los pasados treinta años los Estados Unidos alcanzaron una tasa de inflación más baja en 1986 (1.9%) y en 1965 (1.7%). Aún cuando las tasas de interés aumentaron en 1994, las tasas de interés tanto a corto como a largo plazo han disminuido durante la última década. Aún cuando los precios de las acciones estuvieron planos en 1994, los precios de las acciones en los Estados Unidos aumentaron en más del 400% durante la década pasada. Estas tendencias ejercieron una poderosa influencia en las expectativas de los inversionistas. Han generado un clima de inversión que conduce a los activos financieros a largo plazo (Tabla 4 y Anexo Tabla 4).

Tabla 4

Tasas de Interés en los Estados Unidos: 1984 - 1994

III. Estructura de los Mercados de Capital en los Estados Unidos

Actualmente, los mercados de valores de los Estados Unidos son los más desarrollados del mundo, tanto en términos absolutos como en relación con el PIB. A finales de 1993, la capitalización del mercado bursátil ascendió a la suma de US\$6.1 trillones comparada con casi US\$30 trillones en el Japón, US\$1.1 trillones en el Reino Unido y US\$460 millones en Francia y Alemania, respectivamente. Con una cifra de US\$7.3 trillones el mercado doméstico en los Estados Unidos de bonos públicos del gobierno federal y de las empresas del sector privado fue más del doble que en el Japón (US\$3.4 trillones) que

representó el segundo mercado de títulos de deuda más grande del mundo. El mercado de capital de los Estados Unidos es también el mayor de los países industrializados comparado con el PIB nominal.

A. Valores en Circulación con Relación al PIB. En los últimos años el mercado norteamericano de capital no sólo ha crecido en términos absolutos sino también en relación con el tamaño de la economía de los Estados Unidos (i.e., PIB nominal). Como se discutió antes, la reciente expansión del mercado doméstico de valores en los Estados Unidos ha sido estimulada por la continuada institucionalización de los ahorros y el proceso de inversión. Entre 1985 y 1994, el mercado de títulos de deuda aumentó de US\$3.8 trillones a US\$9.2 trillones, mientras que la capitalización del mercado norteamericano de valores (bolsas de valores, NASDAQ y mercados no oficiales) aumentó de US\$2.4 trillones a US\$6.0 trillones. Como un porcentaje del PIB nominal, el valor agregado de los títulos de deuda en circulación en los Estados Unidos aumentó de 95.0% del PIB en 1985 al 137.4% del PIB en 1994. En este período, todos los segmentos de los mercados de títulos de deuda de los Estados Unidos -- bonos empresariales, valores públicos y municipales -- mostraron un crecimiento sustancial. Entre 1985 y 1994 el capital social en circulación como porcentaje del PIB nominal aumentó de 59.5% a 90.0% (Tabla 5).

Tabla 5

Valores en Circulación como Porcentaje del PIB Nominal: 1984 - 1994

La naturaleza dinámica del mercado de valores empresariales en los Estados Unidos proviene de varios factores incluyendo el hecho de que sirve a la economía más grande del mundo donde el sector privado tradicionalmente ha sido el motor del crecimiento económico. Adicionalmente, el marco institucional y el sistema de regulación conducen al desarrollo del mercado de valores con un amplio orden de instrumentos financieros que sirven de alternativa al crédito bancario como fuente de financiación a largo plazo para emisores privados de valores. Mientras que la separación entre inversión y banca comercial generalmente ha prevalecido en la suscripción y distribución de valores empresariales, el marco de regulación promueve un alto grado de competencia en el suministro de servicios financieros con relativa facilidad de ingreso al negocio de valores tanto de firmas domésticas como extranjeras. En esencia, todos los participantes del mercado, tanto extranjeros como domésticos, deben cumplir con las mismas reglas y normas. Aún cuando los Estados Unidos ya no dominan el mercado mundial de valores empresariales, continúan siendo el más grande mercado de bonos empresariales privados y cuentan con el mayor orden de productos financieros a disposición de emisores e inversionistas empresariales.

B. Mercados de Capital Social y Bonos. El mercado de valores empresariales en los Estados Unidos es bastante grande y dinámico. Tanto el mercado de capital social como el de bonos empresariales son los más desarrollados del mundo. En los Estados Unidos no es raro encontrar bonos empresariales con vencimientos a 25 y 30 años, o aún mayores. Los bonos empresariales están principalmente en poder de los inversionistas institucionales.

Son especialmente atractivos para las compañías de seguros con horizontes a largo plazo. En los Estados Unidos los bonos empresariales normalmente tienen las mismas características generales que los bonos del gobierno. Con valor nominal fijo, pagan intereses bimestralmente de acuerdo a la tasa de interés nominal fija y tienen vencimientos en fechas específicas. Sin embargo, existe una gran variedad de bonos empresariales. Por ejemplo, se emiten con frecuencia en forma de bonos convertibles o bonos con certificados de opción que pueden ser convertidos en acciones ordinarias del emisor bajo determinadas circunstancias en fechas futuras.

Las acciones y bonos empresariales normalmente son distribuidos por sindicatos de colocación. El primer paso del proceso de emisión de valores empresariales consiste en la selección de una compañía bancaria de inversión por parte del emisor. La compañía bancaria de inversión hará los arreglos para la suscripción y distribución de valores en el mercado público de los Estados Unidos o para la emisión privada con inversionistas institucionales. Para ofertas públicas de deuda o activos empresariales, normalmente se celebra un acuerdo entre los suscriptores antes del registro ante la SEC. Los representantes de los suscriptores pueden entonces negociar con el emisor los términos de la oferta. Normalmente el acuerdo final de suscripción se prepara inmediatamente antes de hacer efectivo el certificado de registro. Las ofertas de bonos normalmente se suscriben sobre la base de un firme compromiso en virtud del cual los suscriptores asumen el riesgo del mercado. Las ofertas de acuerdos para la colocación de una emisión de acciones se utilizan frecuentemente para nuevas

emisiones de acciones ordinarias de compañías relativamente pequeñas. En desarrollo de un acuerdo sin compromiso de garantía de emisión, los bancos inversionistas aceptan dedicar sus mejores esfuerzos a distribuir los valores con el emisor corporativo asumiendo el riesgo. No puede venderse ningún valor al público antes de que se haga efectivo el certificado de registro ante la SEC. Una vez registrada la oferta pública, los emisores también deben registrar ante la SEC los informes periódicos de publicación. Para ofertas de deuda empresarial en los Estados Unidos, las autorizaciones permanente son utilizadas con frecuencia por emisores acreditados (i.e., emisores que hayan emitido valores anteriormente). Mediante una autorización permanente el emisor puede iniciar la oferta parcial de los valores en el momento en que las condiciones del mercado sean favorables.

La Ley de Valores de 1933 establece que los valores a distribuir entre el público, incluyendo la participación de compañías de inversión, deben registrarse ante la SEC a menos que estén exentas de la ley (i.e., valores del gobierno de los Estados Unidos). La principal exención de registro con que cuentan los emisores empresariales es la del método de distribución de colocación privada, incluyendo el método de oferta 144A. El certificado de registro incluye información sobre el emisor, sus funcionarios y directivos, su capitalización, el propósito de la financiación, los términos de la oferta, declaraciones de renta y balances generales del emisor y ciertos acuerdos legales. Entre el registro y la venta tiene lugar un período de espera, durante el cual la SEC revisa el certificado de registro.

El valor bruto de la oferta de nuevos títulos de deuda y participación (tanto de ofertas públicas como de emisiones privadas) pasó de US\$128.6 billones en 1994 a una cifra récord de US\$1.245 billones en 1993. Reflejando las condiciones desfavorables del mercado (i.e., tasas de interés más altas y precios planos de bolsa) el volumen de ofertas de valores empresariales brutos descendió a US\$844 en 1994. El mercado público (i.e., emisores registrados ante la SEC) es mucho más grande que el mercado de emisión privada (ver Tabla 6 y Anexos Tablas 5, 6 y 7) y el mercado público está creciendo a un ritmo mucho más rápido, conducido en gran parte por el crecimiento en el mercado de valores respaldados por activos que difícilmente existían en la década pasada. En 1994, octavo año consecutivo, el valor de la suscripción de deuda empresarial de los Estados Unidos emitida en el mercado primario alcanzó nuevamente una cifra récord. Entre 1984 y 1993, el valor de los bonos empresariales ordinarios, bonos convertibles y valores respaldados por activos se incrementó cada año de US\$69.4 billones a US\$ 921.1 billones antes de disminuir en casi una tercera parte en 1994. Gran parte del incremento del sector empresarial en la década pasada se debió al crecimiento de valores respaldados por activos que fue sólo un segmento muy pequeño del mercado de deuda empresarial hace una década. Durante el período comprendido entre 1983 y 1994 el valor de ofertas de acciones ordinarias y preferenciales suscritas también aumentó de manera dramática pasando de US\$13.2 billones a US\$130.7 billones. El valor de suscripción del capital social en los Estados Unidos descendió a US\$77.1 billones en 1994. En términos de valores en bolsa a pagar, el mercado de acciones es tres veces tan grande como el mercado de deuda en valores empresariales.

Tabla 6**Nuevas Ofertas de Capital Social: 1984 - 1994**

Las acciones corporativas se negocian principalmente en las bolsas de valores y a través del NASDAQ. Existe también un mercado no oficial (O-T-C) organizado para emisiones más pequeñas de menor actividad. Los bonos empresariales tradicionalmente se inscriben en bolsa pero la mayor parte de la negociación se lleva a cabo en el O-T-C que consiste en una red de varias docenas de grandes compañías corredoras que constituyen mercados mayoristas en grandes números de emisiones de bonos corporativos. La Asociación Nacional de Corredores de Bolsa mantiene un sistema computarizado a través del cual los emisores pueden ingresar sus subastas y ofertas para emisiones con las que constituyen un mercado pero existe una escasez de información acerca del volumen de negociación de bonos empresariales en el mercado O-T-C.

C. Emisiones Privadas y Norma 144A de Ofertas. Las emisiones privadas que no tienen que registrarse ante la SEC normalmente son adquiridas por un pequeño número de inversionistas institucionales. Generalmente son ofertas estructurales especialmente y diseñadas para satisfacer las necesidades de determinados inversionistas institucionales. En general, no se permite la negociación de emisiones privadas en mercados secundarios en un período de dos años posterior a la emisión de valores. Debido a que el mercado de emisión privada no es líquido, algunos inversionistas institucionales enfrentan limitaciones

de índole reguladora con respecto a la cantidad que puede invertirse en el mercado. Para determinar cuándo una emisión es una oferta pública o una emisión privada se consideran entre otros factores el número de compradores, el nivel de sofisticación financiera de los mismos y la ausencia de solicitud de actividades tales como la publicidad.

En respuesta a la creciente importancia de los inversionistas institucionales en el mercado de emisión privada y al aumento de la competencia mundial en valores, la SEC decretó la Norma 144A el 19 de abril de 1990.³ Se pretendía proporcionar un acceso fácil para el emisor norteamericano o extranjero para el lanzamiento de una oferta internacional tanto en el mercado norteamericano como en el mercado de eurobonos con relativa facilidad. Los emisores extranjeros, incluyendo aquellos de países en desarrollo, también pueden tener acceso a un número relativamente grande de inversionistas institucionales norteamericanos. La Norma 144A liberalizó el mercado de emisión privada al proporcionar un "puerto seguro" para el registro de reventa de valores a compradores institucionales calificados (QIB's). Los QIB's ya no están obligados a tener dichos valores por un período de dos años previos a su venta. La adopción de la Norma permite un mercado secundario de valores no registrados entre los QIB's. Estos deben poseer y manejar un mínimo de US\$100 millones en valores. Los bancos y entidades de ahorro y crédito deben pasar una prueba adicional de activos netos para poder calificar. A fin de tomar en cuenta los efectos de seguros de depósito,

³ En esa fecha la SEC aprobó también la Asociación Nacional de Corredores de Valores del Sistema PORTAL que consiste en un sistema de pantalla diseñado para facilitar la negociación en el mercado secundario de valores emitidos de conformidad con la Norma 144A.

los bancos y entidades de ahorro y crédito deben contar con un activo neto mínimo de US\$25 millones. Los corredores-agentes se consideran calificados si poseen o manejan US\$10 millones en valores o si no representan riesgo para los QIB's. No es probable que los bancos inversionistas suscriban una emisión calificada por debajo de A porque la compañía estaría sujeta a un cargo de capital del 100% de acuerdo a la norma de capital neto de la SEC. En efecto, el valor será tratado como un activo no líquido. Los valores clasificados por debajo de A por dos agencias clasificadoras reciben un cargo de capital (*haircut*) de sólo un 10% de acuerdo a la regla de capital neto.

La adopción de la Norma 144A hizo más competitivo el mercado de emisión privada en los Estados Unidos con el sector de moneda en dólares del mercado de eurobonos. En una oferta de la Norma 144A, un banco inversionista adquiere los valores a un precio fijo a fin de revenderlos a los compradores institucionales calificados a un precio fijo más alto. El método de oferta de la Norma 144A que representa un firme compromiso de suscripción ha sido ampliamente utilizado por los emisores extranjeros, incluyendo aquellos de los países latinoamericanos en desarrollo. Entre 1990 y 1994, la emisión privada de valores de deuda en el mercado norteamericano por parte de emisores extranjeros (incluyendo ofertas 144A) pasó de US\$18.7 billones a US\$34.2 billones, mientras que en ese mismo período las ofertas de capital ascendieron de US\$3.8 billones a US\$8.4 billones. Las emisiones privadas de valores de deuda (incluyendo ofertas de emisores extranjeros) ascendieron de US\$3.5 billones en 1990 (el primer año de vigencia de la norma) a US\$57.3 billones en 1994. En

este quinto año del período, las ofertas de capital de la norma 144A pasaron de US\$1.4 billones en 1990 a US\$8.4 billones en 1994 (Tabla 7).

Tabla 7

Ofertas de la Norma 144A: 1990 - 1994

D. Mercado de Valores Públicos del Gobierno de los Estados Unidos. El mercado de valores públicos del gobierno de los Estados Unidos es el más grande y más líquido del mundo en valores de deuda. Es un mercado institucional en su mayoría. Se compone del mercado de valores públicos emitidos por el Departamento de Hacienda de los Estados Unidos en representación del gobierno federal y las emisiones de agencias y corporaciones del gobierno. En este mercado los valores de tesorería son emitidos en la forma de bonos del tesoro a corto plazo, pagarés a mediano plazo y bonos con vencimientos más largos. El mercado de valores públicos del gobierno de los Estados Unidos ha podido llenar los pesados requisitos de crédito del gobierno federal y ha atendido también las necesidades de la Reserva Federal en la conducción de operaciones de mercado abierto. En consecuencia, el modelo norteamericano de emisión de valores del gobierno federal ha sido utilizado con mayor frecuencia alrededor del mundo. La eficacia de fijación de precios del mercado de valores públicos del gobierno de los Estados Unidos es crítica también hacia otros mercados financieros. Proporciona un continuo punto de referencia aplicado no sólo en los Estados Unidos sino mundialmente para fijar los precios de instrumentos de deuda con denominación en dólares a través del

espectro de vencimiento. El mercado de valores públicos del gobierno de los Estados Unidos es un mercado mundial con negociación continua veinticuatro horas al día.

El Secretario de Hacienda está facultado para emitir valores del tesoro en representación del gobierno federal. Esos valores están exentos de registro ante la Comisión de Valores y Bolsas (SEC). El Departamento de Hacienda de los Estados Unidos, a través de sus doce bancos del distrito de la Reserva Federal y de sus respectivas sucursales, vende al público los valores a través de un proceso de subasta pública. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York, actuando en representación de la Comisión Federal de Mercado Abierto utiliza la compra y venta diaria de valores públicos como un instrumento de política monetaria. Las reglas de subasta son expedidas por el Departamento de Hacienda de los Estados Unidos que también es responsable de su cumplimiento y ejecución.⁴ El mercado secundario de valores del gobierno de los Estados Unidos es considerado el de mayor ingreso líquido fijo del mundo. Alrededor de 1.700 corredores y agentes negocian valores del gobierno de los Estados Unidos en el mercado secundario pero 28 agentes primarios se encargan de la mayor parte del volumen de negociación. El mercado secundario es en gran medida un mercado mayorista que involucra inversionistas institucionales tales como bancos, entidades de ahorro, fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos mutuos y gobiernos estatales y locales. Los corredores y agentes de valores del gobierno

⁴ Para una amplia discusión de mercados en valores del gobierno de los Estados Unidos, ver: *Joint Report on the Government Securities Market*, Departamento de Hacienda, Comisión de Valores y Bolsa y Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal, Imprenta del gobierno de los Estados Unidos, Washington, D.C., enero de 1992.

de los Estados Unidos son primordialmente bancos comerciales y compañías de valores. Existe también un gran número de agentes especializados en el mercado secundario de valores públicos del gobierno de los Estados Unidos.

Los crecientes déficits federales estimularon la expansión del mercado de valores públicos del gobierno norteamericano. Como resultado, el Departamento de Hacienda es el emisor más importante de valores del mundo. Con grandes déficits federales cada año, la deuda federal a pagar aumentó de US\$2.2 trillones en 1985 a US\$5.6 trillones en 1994. Como porcentaje del PIB nominal, los valores de deuda del gobierno federal se incrementaron del 50% en 1984 al 83.7% en 1994. En la década pasada, el valor de los títulos del tesoro en circulación creció cada año a una tasa más rápida que el PIB nominal. De igual forma, la deuda empresarial también se ha extendido más rápidamente que el PIB en cada uno de los años de la pasada década. Teniendo en cuenta los bonos municipales emitidos por gobiernos estatales y locales, el total de la deuda del gobierno de los Estados Unidos -- federal, estatal y local -- es ahora mayor que el PIB nominal.

La actual estructura de regulación para corredores y agentes de valores del gobierno norteamericano es relativamente nueva.⁵ Antes de la aprobación de

⁵ A comienzos de la década de 1980, los inversionistas institucionales tuvieron problemas en sus operaciones con agentes no regulados de valores del gobierno. El fracaso de varios agentes no regulados de valores del gobierno entre 1975 y 1985 redundó en pérdidas de los inversionistas que se habían comprometido a transacciones de recompra con tales agentes no regulados. Además de la cesión de varias entidades de ahorro y crédito, un número de otras entidades de ahorro y crédito, municipalidades y juntas escolares incurrieron en pérdidas financieras sustanciales. Se estima que entre 1982 y 1986, los inversionistas norteamericanos perdieron alrededor de US\$900 millones debido al fracaso de los agentes de valores del gobierno no regulados. Todas las compañías que fracasaron estaban por fuera de la estructura de regulación federal.

la Ley de Valores Públicos de 1986 (GSA)⁶ existían grandes vacíos en la regulación de corredores y agentes de valores del gobierno norteamericano. Aún cuando los corredores-agentes y bancos están sujetos a la regulación de conformidad con la Ley de Operaciones sobre Valores de 1934 y a las leyes bancarias, respectivamente, existía un gran número de agentes de valores del gobierno de los Estados Unidos, incluyendo varios agentes primarios, que no eran corredores-agentes según la definición de la Ley de Bolsas de Valores de 1934, ni bancos; según la definición de la ley bancarias de los Estados Unidos. En consecuencia, estaban bastante desregulados a nivel federal al no estar obligados a registrarse ante ninguna agencia reguladora como resultado de sus actividades.⁷ Como resultado, en 1986 se promulgó la Ley de Valores Públicos (GSA). La GSA condujo a la expedición de normas de protección a inversionistas por parte del Departamento de Hacienda, incluyendo estándares de capital, sistemas de registro, informes y auditorías a los corredores y agentes de valores públicos.⁸

⁶ La Ley de Valores Públicos de 1986, El Informe del Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos, Senado de los Estados Unidos, para acompañar S. 1416, 99o. Congreso, 2a. Sesión, Informe del Senado 99-426, Washington, D.C., 3 de septiembre de 1986; La Ley de Valores Públicos de 1985, Informe de la Cámara de Representantes, 99-258, 99o. Congreso, 1a. Sesión, Washington, D.C., 9 de septiembre de 1985; La Ley de Valores Públicos de 1986: Una Perspectiva Histórica, Thomas J. Lykos, Jr., Instituto de Práctica Legal (J. Eugene Marans y Robert C. Pozen, Co-Director), Nueva York, 1987, páginas 223-298.

⁷ Antes de la aprobación de la GSA, la ausencia de regulación provenía de la clasificación de "valores del gobierno" como valores exentos definidos en la Sección 3 literal (a) numeral (12) de la Ley de Operaciones sobre Valores de 1934. Aún cuando una gran mayoría de agentes de valores del gobierno estaba sujeta a alguna forma de regulación, los corredores y agentes que realizaban transacciones exclusivamente en valores del gobierno de los Estados Unidos no estaban sujetos a la supervisión de ninguna agencia reguladora.

⁸ Al elaborar las regulaciones, la GSA ordenó la consulta del Tesoro de los Estados Unidos ante la SEC y la Junta de la Reserva Federal. La autoridad encargada del cumplimiento de estas normas radica en la SEC y en los organismos autoreguladores o en la correspondiente agencia reguladora de instituciones financieras. Ver: U.S. Government Securities: More Transaction Information and Investor Protection Measures Are Needed, Informe de la Oficina de Contabilidad General de los Estados Unidos a los Comités del Congreso, Washington, D.C., septiembre de 1990 y Study of the Effectiveness of the Implementation of the Government Securities Act of 1986, preparada por el Departamento de Hacienda, Comisión de Valores y Bolsas, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Washington, D.C., octubre de 1990.

E. Bonos Públicos del Gobierno Estatal y Local. Los valores estatales y municipales son emitidos por los gobiernos estatales y locales y sus agencias. Los bonos municipales generalmente se emiten para financiar aumentos de capital tales como carreteras, puentes, hospitales e instalaciones escolares. Desde 1983, los valores municipales se han emitido sólo en forma registrada. Los instrumentos a corto plazo también son expedidos por gobiernos estatales y locales para financiar presupuestos de operaciones debido a que los gobiernos municipales dependen con frecuencia de la recaudación de impuestos que es estacional. Sin embargo, la mayoría de los valores municipales son a largo plazo.

Los inversionistas están principalmente interesados en valores municipales por sus ventajas tributarias. El ingreso por intereses sobre bonos municipales generalmente está exento de impuestos federales y locales de las localidades que emitan dichos valores. En consecuencia, los bonos municipales se ven favorecidos por inversionistas con altos márgenes de categorías tributarias.⁹ En los últimos años, los sectores domésticos, bancos comerciales y compañías de seguros han sido los principales tenedores de bonos municipales. La participación doméstica en el mercado de valores municipales se ha incrementado en la última década teniendo en cuenta las tenencias indirectas en cartera en la forma de fondos mutuos y en cuentas personales en fideicomisos bancarios. Los

⁹ La base para exención tributaria puede remontarse al punto culminante de la decisión de la Suprema Corte de 1895 al ordenar que el interés de los valores municipales no estaba sujeto a tributación federal en atención a que representaba una carga para los gobiernos estatales e interfería con su capacidad de prestar dinero. Sin embargo, más recientemente la condición de exención tributaria de los valores municipales se ha debilitado por decisiones más recientes de la Corte. Mientras que la Ley de Reforma Fiscal de 1986 continuó con la exención tributaria básica para el interés de los valores municipales, contenía varias disposiciones que limitaban los tipos de valores municipales elegibles a la exención tributaria federal. Ver: *Fundamentals of Municipal Bonds*, (Cuarta Edición), Asociación de Valores Públicos, Washington, D.C., 1990.

fondos de bonos y fondos de inversión exentos de impuestos están en su mayoría en cabeza de inversionistas minoristas. Desde la aprobación de la Ley de Reforma Tributaria de 1986, el interés de los bancos comerciales en valores municipales ha disminuido. La ley prohibió a las instituciones financieras deducir la cantidad de interés imputable a compra o traslado de valores municipales. La adquisición de valores municipales por parte de compañías de seguros de propiedad y siniestros constituyen una función de sus utilidades de suscripción e ingresos de inversión. Las compañías de seguros y fondos de pensiones poseen pocos valores municipales ya que no pueden beneficiarse mucho de la exención tributaria de los valores municipales. El valor de bonos municipales mostró un considerable crecimiento durante la última década, incrementándose de US\$95.1 billones en 1984 a US\$161.9 billones en 1994 (ver Anexo Tablas 8 y 9).

Existen dos tipos básicos de bonos municipales: bonos de responsabilidad general y bonos pagaderos con ingresos.¹⁰ En US\$ 195.6, los bonos pagaderos con ingresos equivalen a dos terceras partes del valor total de bonos emitidos en 1993, comparados con casi cuatro quintas partes en 1983. Esta caída en la participación relativa de bonos pagaderos con ingresos se debió, al menos en parte, a la aprobación de la Ley de Reforma Tributaria de 1986 que cambió el estado tributario de ciertos tipos de ingresos por bonos. Actualmente, la gran mayoría de bonos municipales son negociados a través de ofertas de

¹⁰ Los bonos de obligación general están asegurados por la capacidad tributaria general del emisor. Son expedidos principalmente por los estados, condados, ciudades y distritos escolares. Algunos bonos de obligación general están asegurados no sólo por la capacidad tributaria general del emisor, sino también por ingresos adicionales de ciertos honorarios, concesiones o cargos especiales. Los bonos pagaderos con ingresos son emitidos para financiar proyectos que generan un flujo de caja (i.e., aeropuertos, autopistas, universidades, hospitales, etc.) No están respaldados por la capacidad tributaria del emisor.

bonos y no por subasta pública, donde el emisor recibe ofertas cerradas de los agentes de bonos. El agente, o el sindicato que ofrezca el menor costo de interés será seleccionado para suscribir los bonos. Por otra parte, las ofertas negociadas involucran al emisor que escoja con anticipación al agente o sindicato capaz de trabajar con el emisor en la estructuración de la oferta para asegurar el costo de financiación mínimo posible.¹¹

Los emisores de valores municipales deben registrar un certificado oficial (i.e., *prospectus*). El certificado oficial no está sujeto a ninguna revisión por parte del gobierno, pero una copia del mismo debe registrarse ante la Junta Formuladora de Normas de Obligaciones Municipales (MSRB) y otra copia debe distribuirse entre los potenciales inversionistas. Los bonos municipales deben contar con conceptos legales expedidos por abogados de bonos pertenecientes a firmas reconocidas y especializadas en legislación municipal. Al emitirse el concepto legal, el consejo de bonos determina si el emisor puede emitir legalmente los bonos, se prepara debidamente la venta de bonos y se establecen las salvaguardias de seguridad en el entendido de que los tenedores de los bonos están amparados por la ley y las normas. Los conceptos legales y la revisión de documentos son importantes para los tenedores de bonos en el evento de que tengan que hacer valer sus derechos en la corte.

En una oferta pública, la emisión generalmente es suscrita por los bancos inversionistas o los departamentos de obligaciones municipales de los bancos

¹¹ Overview of the Public Securities Market, Parte 4, Asociación de Valores Públicos, Washington, D.C., 1994.

comerciales. La compañía que realiza la suscripción se hace responsable de la distribución de la emisión y acepta el riesgo de que la demanda de los inversionistas pueda no ser suficiente para comprar la totalidad de la emisión al precio de oferta. Las ofertas públicas pueden realizarse por subasta pública o a través de negociaciones directas con los suscriptores. Si se utiliza el mecanismo de subasta pública, la emisión se adjudica al menor postor. La clasificación de obligaciones se considera esencial para emisiones grandes; generalmente las emisiones pequeñas no son clasificadas. Es posible asegurar los bonos si una compañía de seguros paga el capital o interés en el evento de que el emisor no satisfaga sus obligaciones con los tenedores de los bonos. El mercado secundario de títulos municipales es grande; sin embargo, la mayoría de las emisiones se negocian sólo rara vez. Los agentes de valores municipales generalmente están asociados con grandes compañías de valores o bancos comerciales pero existen compañías especializadas que participan en el mercado de valores municipales. Los corredores de bonos desempeñan un papel clave en la negociación de mercados secundarios, actuando como agentes de los negociadores.

Tradicionalmente el mercado de valores municipales ha estado relativamente libre de regulación federal. Cuando el Congreso aprobó la Ley de Valores en 1933 y la Ley de Operaciones sobre Valores en 1934, exoneró específicamente a los títulos municipales de la mayoría de las disposiciones contempladas en estas dos piezas claves de la legislación. En la década de 1970, la zozobra financiera de algunos municipios, más notablemente en la

ciudad de Nueva York, despertó inquietud acerca de la suficiencia de la regulación. En 1975, la enmienda a la Ley de Valores dispuso ampliar la regulación federal al mercado municipal al incorporar al mercado municipal los corredores y agentes (incluyendo los bancos que suscriben y negocian los valores municipales) bajo el esquema regulador de la Ley de Operaciones sobre Valores de 1934. Como resultado de esta legislación, la Junta Formuladora de Normas de Obligaciones Municipales (MSRB) se estableció en 1975 como agencia independiente, auto-reguladora y como el principal organismo formulador de normas para la industria de títulos municipales.¹²

IV. Inversionistas Institucionales en el Sistema Norteamericano de Regulación

Los activos de los inversionistas institucionales de los Estados Unidos pasaron de US\$91 billones a US\$10.3 trillones en el período comprendido entre 1950 y 1004. Los activos manejados por compañías de inversión y fondos de pensiones han crecido más rápidamente que otros tipos de inversionistas institucionales. Esta sección analiza el papel de los cuatro grupos de inversionistas institucionales más grandes de los Estados Unidos (i.e., compañías de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros y departamentos

¹² La autoridad reguladora de la MSRB cubre a los agentes, bancos negociadores y corredores en valores municipales, pero no a los emisores. Es financiada por la industria de valores municipales. Las normas adoptadas por la MSRB deben ser aprobadas por la SEC. La MSRB no tiene autoridad de ejecución ni de inspección. Es responsabilidad de la SEC, la Asociación Nacional de Agentes de Valores y de ciertas agencias bancarias de regulación.

fiduciarios de los bancos) en el mercado de capital y el ambiente de regulación en el que deben operar.

A. Portafolio de Inversiones. El portafolio de inversión de los inversionistas institucionales constituye la fuerza dominante del actual mercado norteamericano de capital y su influencia se percibe cada vez más alrededor del mundo. Su impacto en el mercado es especialmente grande con respecto a la bolsa de valores puesto que tienden a ser negociadores activos. En los últimos años, los inversionistas institucionales (i.e., planes públicos de pensiones) han mostrado una tendencia a involucrarse más en asuntos corporativos para asegurar que la administración actúe en beneficio de los accionistas. Aún cuando la tenencia de bonos por parte de los inversionistas institucionales es bastante grande, generalmente los bonos no se negocian como acciones, a pesar de que los inversionistas institucionales son negociadores más activos que los inversionistas particulares. De una cifra de US\$4.8 trillones en activos de fondos privados de pensiones, cerca del 40% se invierte en la bolsa de valores y 33% en bonos públicos y empresariales. En los últimos años, todos los segmentos de la industria de los fondos mutuos -- fondos de capital, fondos de bonos y fondos del mercado monetario -- han experimentado un rápido crecimiento. De US\$ 2.2 billones en activos de la industria de fondos mutuos a finales de 1994, US\$866.5 billones equivalían a 1.944 fondos de capital y US\$684.0 billones a activos en poder de 2.450 bonos y fondos de ingresos. Adicionalmente, había 644 fondos mutuos con inversiones de US\$500.4 billones en fondos gravables del mercado monetario. A finales de 1994, había también 319 fondos mutuos con activos de

US\$110.6 en fondos no gravados de mercados monetarios (ver Anexo Tablas 10, 11 y 12).

La propiedad de los inversionistas institucionales en títulos de participación en los Estados Unidos aumentó de US\$60 billones en 1960 a US\$3.136 billones en 1994. Como porcentaje del total de títulos de participación en circulación, la participación del mercado en cabeza de los inversionistas institucionales aumentó del 14.2% en 1960 al 30% en 1970 y al 41.4% en 1975. Desde entonces, la propiedad institucional con relación al total de títulos de participación en circulación se ha incrementado a un ritmo mucho más lento, alcanzando un 52% en 1989 y de nuevo en 1994. A finales de 1994, los fondos privados de pensiones tenían el 17.3% de los títulos de participación en circulación comparado con el 12.2% para los fondos mutuos y el 8.6% para los fondos públicos (gobierno estatal y local) de pensiones. Los inversionistas institucionales extranjeros tenían el 5.6% mientras que los corredores-agentes norteamericanos tenían menos del 1% del total de acciones en circulación en sus propias cuentas comerciales y de inversión (Tabla 9 y Anexo Tabla 3).

Tabla 9

Participación del Total de Títulos de Participación en Circulación en Cabeza de Inversionistas Institucionales: 1980 - 1994

Los inversionistas institucionales de los Estados Unidos también han participado activamente en los mercados emergentes de valores. Se estima que

en 1994 los fondos de pensiones de los Estados Unidos invirtieron US\$40 billones en el exterior y que US\$6.6 billones fueron invertidos en mercados emergentes de valores. Como resultado, los fondos norteamericanos de pensiones tuvieron un estimado de US\$300 billones invertidos internacionalmente con US\$28 billones en forma de valores del mercado emergente. Además, los fondos de capital limitado de los Estados Unidos y los fondos mutuos continúan haciendo grandes inversiones en los mercados emergentes con nuevos fondos enfocados a mercados emergentes más pequeños y jóvenes.¹³

B. Sistema de Regulación de los Estados Unidos. Los inversionistas institucionales están sujetos a varias formas de regulación por parte de diferentes organismos reguladores dependiendo del tipo de institución financiera que realice la función de manejo de inversión o servicios similares. Mientras que las compañías de inversión de los Estados Unidos son reguladas por la SEC, otros tipos de consorcios de inversión están exentos de la definición de compañías de inversión y como tales, no están sujetos a registro ante la Comisión. Esto incluiría fondos individuales y colectivos de inversión administrados por bancos comerciales, planes privados de pensiones que generalmente son administrados por bancos o compañías de seguros y cuentas separadas de las compañías de seguros. Cada uno, regulado por diferentes reguladores aún cuando funcionalmente son similares a las compañías de inversión. Otra faceta importante del esquema de regulación es el rol que desempeña la clasificación que hacen calificadas agencias clasificadoras de

¹³ *Emerging Markets Fact Book: 1995*, Corporación Financiera Internacional, Washington, D.C., página 10.

obligaciones. La SEC, los reguladores federales y de bancos estatales y la Asociación Nacional de Comisiones de Seguros, todos se encargan de utilizar las clasificaciones en la administración de sus respectivos esquemas de regulación. En la mayoría de los estados por ejemplo, las clasificaciones se utilizan como criterio de elegibilidad de inversión para valores en poder de fideicomisos y entidades reguladas por el estado, tales como compañías de seguros, fondos públicos de retiro y bancos estatales autorizados.¹⁴

A fin de comprender los estándares de regulación aplicados a las compañías de inversión y demás entidades registradas ante la SEC, es importante entender que la piedra angular del marco regulador de valores en los Estados Unidos es la divulgación de información a inversionistas y el mantenimiento de fuertes estándares de prudencia. La SEC no participa en la regulación de méritos (i.e, toman decisiones acerca de la calidad y cantidad de emisiones llevadas al mercado). En consecuencia, las compañías de inversión pueden incluir en sus portafolios inversiones de tipo más especulativo, tales como los bonos empresariales de alto rendimiento (conocidos como *junk bonds*) siempre que sean divulgados a los inversionistas en el momento en que se registre la inversión en acciones de la compañía. En consecuencia, se espera que los inversionistas norteamericanos tomen sus propias decisiones con relación a los riesgos y recompensas derivadas de una determinada inversión. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que los objetivos de inversión del fondo deben ser claramente divulgados a los inversionistas y que no se pueden cambiar

¹⁴ O. Neill, Leo, *Rating Agencies and Securities Market Development*, Grupo Clasificador de Standard and Poors, 1991.

sin aprobación del accionista. Adicionalmente, la SEC establece ciertas responsabilidades de regulación a las bolsas de valores, la Asociación Nacional de Corredores de Valores y otros organismos auto-reguladores. Como se discutió antes, otras agencias del gobierno de los Estados Unidos y reguladores estatales participan en la regulación de las actividades de administración monetaria de los inversionistas institucionales. Esto incluye al Departamento de Trabajo de los Estados Unidos, las agencias reguladores federales y de los bancos estatales y los comisionados estatales de seguros (Tabla 10).

Tabla 10

Perfil del Sistema Norteamericano de Regulación para Inversionistas Institucionales

C. Modelos de Regulación de Valores. Aún cuando se utilizan varios modelos de regulación alrededor del mundo, actualmente el enfoque más común es una variación del modelo norteamericano básico. Este permite mercados relativamente libres, competencia en el sector financiero y fuerte supervisión del gobierno en los mercados de valores acompañados por la delegación de ciertas responsabilidades de regulación en organismos auto-reguladores. En los Estados Unidos, por ejemplo, las bolsas de valores y la Asociación Nacional de Corredores de Valores (NASD) inspecciona y examina a los corredores-agentes. La NASD revisa también la literatura de ventas y la publicidad de los fondos mutuos. Este modelo ha reemplazado una práctica más tradicional basada en el modelo de autoregulación que se empleaba con frecuencia en mercados

desarrollados y en algunos mercados de valores emergentes hasta hace poco tiempo. El enfoque tradicional (el viejo modelo británico) de regulación de mercados de valores se basaba en el principio de que sólo se requería una supervisión formal mínima del gobierno a la bolsa de valores y a los profesionales del mercado. Un tercer modelo (a menudo utilizado en mercados emergentes) es el de un régimen regulador en virtud del cual el gobierno tiene un amplio manejo y control del mercado de valores. En algunos países, el manejo y control gubernamental del mercado está soportado por organismos auto-reguladores en los que se pueden conceder privilegios de monopolio al sector privado para que se involucre en lo que de otra forma se considerarían actividades en contra de la competencia. Finalmente, un cuarto modelo de regulación que ha sido utilizado en muchos países es aquel de la supervisión o control gubernamental directo sobre el mercado, con una mínima dependencia de autoregulación. La mayoría de los países utilizan modelos híbridos. Muchos países atraviesan por un período de transición al modelo de regulación al estilo de los Estados Unidos que dependen fuertemente de las fuerzas del mercado con estricta supervisión reguladora por parte del gobierno.¹⁵

D. Compañías de Inversión

¹⁵ Chuppe, Terry M., Haworth, Hugh H., Watkins, Marvin G., *Global Finance: Causes, Consequence and Prospects for the Future*, *Global Finance Journal*, Volumen 1, Número 1, Otoño de 1989; Atkin, Michael; Chuppe, Terry, *Regulation of Securities Markets: Some Recent Trends and Their Implications for Emerging Markets*, WPS 869, enero de 1992 y *Regulation of the Asian Bond Market*, Capítulo 3, *The Emerging Asian Bond Market*, Banco Mundial, junio de 1995.

1. Rol de las Compañías de Inversión. Una compañía de inversión es esencialmente un emisor de valores principalmente comprometido en el negocio de inversión en valores.¹⁶ Las compañías de inversión le ofrecen al inversionista un manejo profesional de su dinero y diversificación del riesgo de inversión. En los Estados Unidos existen dos tipos básicos de compañías de inversión administradas: los fondos de colocación abierta (i.e., fondos mutuos) y los fondos de colocación cerrada. El mercado norteamericano de capital dispone de un amplio orden de compañías de inversión con diversos objetivos de inversión. Los fondos mutuos se conocen como fondos "de colocación abierta" porque continuamente ofrecen nuevas acciones al público inversionista. Los fondos de colocación cerrada, por otra parte, sólo ofrecen un número fijo de acciones. El número de acciones ofrecidas por un fondo de colocación cerrada se determina en el momento de la oferta pública inicial. Los fondos de inversión unitaria son otra forma distinta de compañía de inversión. Son esencialmente un portafolio no administrado de unidades redimibles de un portafolio de valores.

En 1940, año en el cual se promulgó la Ley de Sociedades de Inversión, la modalidad dominante de compañías de inversión eran los fondos de colocación cerrada. Los fondos de inversión unitaria eran también muy populares en esa época. En 1940 los fondos de colocación abierta eran relativamente nuevos. A partir de entonces, los fondos de colocación abierta han crecido de manera dramática. En la década de 1960, los fondos de colocación abierta se convirtieron en la modalidad dominante de las compañías de inversión y llegaron

¹⁶ Como se discutirá más adelante en este documento, existen varios tipos importantes de consorcios de fondos de inversión que no se consideran compañías de inversión de conformidad con la Ley de Sociedades de Inversión.

a constituir más de cuatro quintas partes de los activos de la industria de las compañías de inversión. Hoy en día, los fondos de colocación abierta o fondos mutuos, equivalen a más del 95% de los US\$2.3 trillones de activos de la industria de las compañías de inversión.

a. **Fondos Mutuos.** Con la creación del Fondo de Inversionistas de Massachusetts se estableció en Boston el primer fondo mutuo de los Estados Unidos en el año de 1924. Después de un período de expansión, el colapso de la bolsa de valores de 1929 casi interrumpió la distribución de acciones de las compañías de inversión al público. Entre 1932 y 1936 una nueva expansión tuvo lugar; los activos de los fondos aumentaron de US\$75 millones a US\$500 millones en ese período. Con la recesión de 1937-1938 tuvo lugar una disminución en los activos de las compañías de inversión y continuó un relativo estancamiento en el crecimiento de activos por un período de tres años más.¹⁷ A partir de entonces, la industria norteamericana de compañías de inversión ha experimentado un continuo crecimiento. Actualmente las compañías de inversión son un vehículo importante utilizado para movilizar los ahorros de pequeños inversionistas particulares. Igualmente, otros inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones y bancos fiduciarios tienen acceso al mercado de capital a través de fondos de inversión de las compañías de inversión. Cuando se aprobó la Ley de Compañías de Inversión en 1940, había 296.000 cuentas de accionistas manejadas con activos por caso US\$448 millones. En 1945, con el nuevo régimen de regulación ya afianzado, los activos de la industria ascendieron

¹⁷ *A Study of Mutual Funds*, preparado para la Comisión de Valores y Bolsa por el *Wharton School of Finance and Commerce*, Informe del Comité de Comercio Interestatal y Exterior, 87o. Congreso, 2a. sesión, agosto 28 de 1962, página 4.

a US\$1.0 billón. En 1951 el número de cuentas de accionistas llegó a US\$ millón. A comienzos de la década de 1970 había 400 fondos con activos por US\$50 billones. Hoy en día, hay más de 5.300 fondos con activos superiores a los US\$2.1 trillones. Este crecimiento ha tenido lugar en gran parte durante la última década. (Tabla 1 y Anexo Tablas 11 - 14).

En los últimos años han tenido lugar muchos cambios en la industria de las compañías de inversión. Con la introducción de los fondos del mercado monetario a comienzos de la década de 1970, el panorama financiero de los Estados Unidos ha cambiado fundamentalmente. Hasta entonces los fondos mutuos invertían principalmente en valores de capital. La introducción de los fondos del mercado monetario que estuvieran en capacidad de invertir en un portafolio diversificado de bonos del tesoro e instrumentos privados del mercado monetario a corto plazo. Los fondos del mercado monetario atrajeron muchos nuevos inversionistas a los mercados financieros. El crecimiento de los fondos del mercado monetario también se debe a otras innovaciones en la industria de los fondos que tuvieron lugar poco tiempo después. En 1979 se introdujeron por primera vez los fondos del mercado monetario exentos de impuestos. A comienzos de la década de 1980 tuvieron lugar muchos cambios a raíz de la introducción de los fondos de bonos del gobierno de los Estados Unidos y la inversión de fondos en financiación de vivienda tuvo lugar más tarde como resultado del rápido crecimiento de la inversión de fondos en un sector específico, fondos del país y valores internacionales.¹⁸

¹⁸ *Mutual Fund 1995 Fact Book*, Instituto de Compañía de Inversión, Washington, D.C., 1995, páginas. 15-23.

Los fondos mutuos ofrecen un número importante de ventajas a los inversionistas: (i) manejo profesional del dinero; (ii) diversificación del portafolio; y (iii) economías de escala. Los fondos mutuos (más conocidos como fondos de inversión abierta) constituyen el mayor segmento de la industria de compañías de inversión. Los fondos mutuos invierten el dinero de sus accionistas en un amplio orden de instrumentos financieros líquidos que incluyen valores de capital, bonos del gobierno y empresariales e instrumentos del mercado monetario. Estos últimos incluyen instrumentos a corto plazo (generalmente menos de un año) como bonos del tesoro, títulos comerciales y certificados de depósito en bancos. Los fondos mutuos deben invertir en valores líquidos. Aún cuando la liquidez no esté específicamente definida en la regulación, la habilidad de liquidar un valor en siete días hábiles normalmente se considera apropiada. Muchos fondos mutuos de los Estados Unidos invierten en valores extranjeros incluyendo aquellos de los mercados emergentes de valores.

Normalmente los fondos mutuos se clasifican de acuerdo a sus objetivos de inversión. Como la SEC no ejerce regulación de méritos, los fondos mutuos pueden invertir en todo tipo de valores, incluyendo bonos empresariales de alto rendimiento o acciones especulativas, siempre que las inversiones cumplan con los objetivos del fondo consignados en el certificado de registro. En general los fondos mutuos pueden ser clasificados de acuerdo con la relativa seguridad o estabilidad del capital o de ingreso corriente. Muchos fondos buscan incrementar el capital. El objetivo de algunos fondos mutuos es buscar un rápido aumento de

capital, lo que implica un mayor grado de riesgo. Por otra parte, los fondos del mercado monetario invierten en valores del gobierno a corto plazo o en instrumentos del mercado monetario que conllevan relativamente poco riesgo. Muchos inversionistas podrían considerar que un fondo del mercado monetario es un buen depósito sustituto en atención a que ofrece poco riesgo y liquidez inmediata. Tradicionalmente, existe un flujo rápido de fondos que entra y sale de los fondos del mercado monetario. Los fondos equilibrados buscan crecimiento e ingreso mientras que los fondos especializados del sector pueden invertir en una industria específica o región del mundo (i.e., América Latina o un país determinado).

Los fondos especializados sólo invierten en instrumentos específicos como los bonos municipales exentos de impuestos o en inversiones especulativas como los bonos empresariales de alto rendimiento (i.e., más conocidos como *junk bonds*). Además de los fondos especializados, muchos fondos invierten en portafolios de acciones altamente diversificados, bonos e instrumentos del mercado monetario. Están en libertad de modificar la composición de su portafolio en respuesta a las cambiantes condiciones del mercado. Otra opción de la que disponen los inversionistas es la de escoger un fondo indexado que no pretenda *out-perform* el mercado sino simplemente estructurar sus portafolios para seguir un índice determinado como el 500 de Standard and Poor.

Los fondos mutuos son vendidos por compañías de valores (i.e., corredores-agentes), bancos, personal de ventas contratado por los

administradores de fondos o directamente por el fondo mismo a los inversionistas. Este último ofrece una ventaja a los inversionistas ya que este método de distribución no tiene un cargo de ventas (más conocido como *no load fund*) o un cargo de ventas relativamente bajo. Independientemente del método de distribución, los fondos mutuos cobran un cargo de administración a los inversionistas. Los fondos mutuos ofrecen varios servicios a sus accionistas. La mayoría de ellos le ofrecen a los inversionistas el derecho a comprar acciones a intervalos regulares con dividendos automáticamente reinvertidos. Muchos fondos ofrecen lo que se conoce como familia de fondos, en donde los inversionistas pueden mover sus dineros en fondos con diferentes objetivos con poco o ningún costo por ajustar sus balances entre los fondos del grupo. En la década de 1990 los fondos mutuos se han venido organizando cada vez más en consorcios de compañías de inversión que son grandes grupos de fondos mutuos asociados con asesores de inversión o suscriptores comunes. Una ventaja para los inversionistas es que obtienen el privilegio de mover los dineros entre los fondos.

Con la expansión del número y la diversidad de fondos mutuos también ha habido un crecimiento dramático en la demanda de los inversionistas institucionales norteamericanos por fondos mutuos como vehículo de inversión. Cuando se aprobó la Ley de Sociedades de Inversión en 1940, sólo muy pocos inversionistas institucionales invertían sus fondos a través de compañías de inversión. En 1970 las inversiones de los inversionistas institucionales en compañías de inversión llegaron al 11% de los activos de las compañías de

inversión mientras que en 1994 ascendieron al 47.5% del total de activos de la industria de los fondos mutuos. Actualmente la mitad de los dineros invertidos en fondos mutuos representan fondos proporcionados por otros inversionistas institucionales, generalmente en representación de cuentas administradas.

b. Fondos de Colocación Cerrada. Como su nombre lo indica, los fondos de colocación cerrada son compañías de inversión que ofrecen sólo un número limitado de acciones al público. El número de acciones se establece al momento del registro inicial ante la SEC. Las acciones de los fondos de colocación cerrada no son redimibles a opción del inversionista del fondo. Los dueños de acciones en fondos de colocación cerrada pueden ser vendidos en el mercado secundario. Muchos fondos de colocación cerrada están registrados en la bolsa de Nueva York y en otras bolsas. Hoy en día los fondos cerrados son mucho menos importantes de lo que fueron en años anteriores. Actualmente los fondos de colocación cerrada equivalen a menos del 5% de los activos de la industria de compañías de inversión (ver Tabla 1). En 1940, cuando se promulgó la Ley de Sociedades de Inversión, los fondos de colocación cerrada eran la forma dominante de compañías de inversión.

c. Fondos de Inversión Unitaria. Un accionista de un fondo de inversión unitaria simplemente tiene un interés no dividido en un paquete de valores en cabeza de un fideicomisario o custodio. Los fondos unitarios no tienen una junta directiva y el portafolio de los mismos no es administrado. Permanece fijo durante la vigencia del fondo. Generalmente el activo único del fondo es la

participación de una sola compañía de inversión de colocación abierta. En este caso, el fondo emite certificados que representan el interés indirecto de su inversión en acciones del fondo mutuo subyacente.¹⁹

2. Regulación de las Compañías de Inversión. En los Estados Unidos la regulación de compañías de inversión comenzó en 1940 con la aprobación de la Ley de Sociedades de Inversión y la Ley sobre Asesores de Inversión. Estas leyes fueron promulgadas después de un estudio de las prácticas de las compañías de inversión realizado por la SEC durante cuatro años. La legislación fue aprobada por unanimidad por el Congreso. Adicionalmente la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 estuvo en vigencia durante 30 años sin ser objeto de ninguna reforma de importancia.²⁰ La ley fue finalmente reformada en 1970 para aumentar la efectividad de la junta directiva de las compañías de inversión al fortalecer su independencia. Según la Ley de Sociedades de Inversión, se reconocen dos tipos de compañías de administración: las abiertas y las cerradas. También se agregaron a la ley disposiciones para restringir los cargos de ventas y gastos de los fondos de las compañías de inversión. Las compañías de inversión también están sujetas a otras leyes administradas por la SEC a través de requisitos de divulgación e informes amparados por la Ley de Valores de 1933 y por la Ley de Operaciones sobre Valores de 1934. La Ley de Sociedades de Inversión también contempla

¹⁹ Loss, Louis y Seligman, Joel, *Fundamentals of Securities Regulation*, Tercera Edición, Little Brown & Co., Nueva York, página 36.

²⁰ En 1958 la SEC comisionó al *Wharton School of Finance and Commerce* (Universidad de Pennsylvania) para realizar un estudio de la industria de fondos mutuos. A la terminación del estudio en 1962, la SEC remitió su propio informe al Congreso en 1966, el cual eventualmente condujo a las Reformas de la Ley de Sociedades de Inversión de 1970.

varias exenciones para inversionistas institucionales regidos por otros sistemas de regulación tales como fondos de pensiones, fondos fiduciarios comunes en bancos y compañías de seguros. Las compañías privadas de inversión con menos de 100 accionistas están exentas de la Ley. Otros tipos de consorcios de ahorros manejados por instituciones financieras también están exentos de la Ley.²¹

En 1970 el Congreso de los Estados Unidos reformó la Ley de Sociedades de Inversión para eximir de la ley entonces vigente a los fondos fiduciarios colectivos de los bancos y a las cuentas de retiro de compañías de seguros con activos en planes de retiro. Estas reformas a la ley en efecto codificaron la posición asumida entonces por la SEC con respecto al tratamiento de fondos fiduciarios colectivos y crearon un nivel de campo de juego entre los bancos y compañías de seguros que manejaban los planes de beneficios de empleados a través de cuentas de inversión agrupadas. El Congreso de los Estados Unidos reformó también la Sección Tercera, literal a, numeral 20 de la Ley de Valores de 1933 para "eximir ciertos intereses en fondos colectivos de inversión y cuentas diversas de compañías de seguros para planes de impuestos calificados del registro bajo la Ley de Valores".²²

²¹ Para un exhaustivo análisis de la regulación de las compañías de inversión, ver: *Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation*, División de Manejo de Inversión, Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos, Washington, D.C., mayo de 1992; Rosen, Robert C.; Pollack, Irving M. y Simon, Wayne, *International Securities Regulation*, Folder 5, Estados Unidos, Publicaciones Oceana, Inc., 1995. Ver también: *The Regulation of Investment Companies in the United States*, por la División de Manejo de Inversión, Comisión de Valores y Bolsas de los Estados Unidos, documento preparado para el *Third Annual International Institute for Securities Market Development*, Washington, D.C., abril de 1993 y *Fundamentals of Securities Regulation*, en la obra citada.

²² *Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation*, en la obra citada., pág. 131.

Las compañías de inversión han proporcionado un método relativamente seguro y eficiente para la participación de inversionistas institucionales en el mercado norteamericano de capital. Pocas firmas han fracasado en los 50 años siguientes a la aprobación de la Ley de Sociedades de Inversión de 1940. La industria de las compañías de inversión misma ha contribuido en gran medida a este éxito. Ha mantenido altos estándares a través de su auto-formulación de políticas. En el esquema norteamericano de regulación de compañías de inversión la primera línea de defensa es la junta directiva de la compañía de inversión misma. Para entender el régimen norteamericano de regulación es importante tener en mente que la SEC no determina la calidad de valores que puede adquirir de su portafolio una compañía de inversión. Las compañías de inversión están en libertad de invertir en cualquier tipo de valor siempre que cumplan con los requisitos de divulgación de la SEC e inviertan en los tipos de valores declarados en el *prospectus* al momento de registro inicial. Para cambiar los objetivos de inversión la compañía de inversión debe obtener primero la aprobación de sus accionistas.

a. Compañías de Inversión Privada. De conformidad con la Sección Tercera, literal c, numeral 1 de la Ley de Sociedades de Inversión, las compañías de inversión privada están específicamente exentas de la definición de compañías de inversión. En consecuencia, las compañías de inversión privada no tienen que registrarse ante la SEC. De conformidad con la ley, la excepción de compañías de inversión privada se aplica a "cualquier emisor cuyos valores en circulación (distintos de los títulos a corto plazo) están en poder de no más de 100 personas

y el cual no se encuentre realizando ni se proponga realizar oferta pública de sus valores".²³ Muchos pequeños clubes de inversión, para los que habría resultado muy costoso efectuar el registro y cumplir con la ley se han apoyado en esta exención. También ha sido utilizada por grandes consorcios de inversión con sofisticados inversionistas que dependen de la exención para evitar una regulación sustantiva de conformidad con la ley. La historia de la ley sugiere que la exención de las compañías de inversión privada pretendía servir de límite externo a una base de inversión que podría estar compuesta por individuos con vínculos personales o familiares. Consecuentemente, está a la disposición de una compañía de propiedad familiar de considerable riqueza que invierta su dinero en valores negociables.

La reforma de Ley de Sociedades de Inversión está diseñada para asegurar la divulgación de información completa y exacta a los inversionistas acerca de las compañías de inversión y sus patrocinadores. Está diseñada también para evitar: (i) que personas irresponsables administren las compañías de inversión; (ii) que los *insiders* administren las compañías en detrimento de los inversionistas públicos; (iii) la emisión de valores con disposiciones no equitativas o discriminatorias; (iv) no muy sanos métodos de computar ganancias y valores de capital; (v) cambiar el carácter de la compañía sin autorización de los accionistas; y (vi) comprometerse en actividades de excesivo apalancamiento. A fin de cumplir con estos objetivos, la ley ordena la protección apropiada valoración de los activos del fondo, restringe las transacciones con afiliadas,

²³

Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation, en la obra citada., pág. 103.

establece límites al efecto de apalancamiento y lo que es más importante, impone requisitos de autoridad como una revisión a la dirección del fondo.

Un principio básico de la Ley de Sociedades de Inversión establece que todas las compañías de inversión deben registrarse ante la SEC. Posteriormente al registro, las compañías de inversión deben cumplir con los requisitos de registro diseñados para proporcionar a la SEC, a los accionistas y al público en general información acerca de la compañía. Estos requisitos incluyen informes trimestrales y anuales a la SEC y bimestrales a los accionistas. La divulgación completa a los inversionistas es esencial para que los mismos puedan tomar decisiones documentadas acerca del amplio orden de fondos de inversión disponible. La SEC no publica guías de inversión ni de ninguna otra forma participa en regulación de méritos. Sin embargo, los fondos mutuos sólo pueden invertir en valores que coincidan con los objetivos de inversión del fondo. Los fondos del mercado monetario por ejemplo deben limitar sus inversiones a valores de alta calidad con vencimientos a corto plazo.²⁴ Un *prospectus* debe ponerse a la disposición de los inversionistas y actualizarse una vez al año o con mayor frecuencia si se presenta un evento de importancia. Además, las inversiones en fondos deben coincidir con los objetivos del fondo en él consignados. Todos los informes financieros se hacen sobre la base de un *marked-to-market*. Todas las inversiones deben ser tasadas diariamente a valores del mercado para que los fondos mutuos puedan reportar valores netos al finalizar cada día. El registro

²⁴ De conformidad con la Norma 2a, numeral 7 de la SEC, los fondos del mercado monetario deben tener el 95% de sus activos en valores de deuda clasificados en la más alta categoría por lo menos por dos agencias clasificadores reconocidas a nivel nacional.

ante la SEC también contribuye a la estabilidad de la política de inversión en fondos. Aún cuando la capitalización mínima de una compañía de inversión es sólo de US\$100.000, existen muchas otras protecciones. La junta directiva de las compañías de inversión desempeña un papel importante en la protección al inversionista. Los suscriptores, bancos de inversión o corredores pueden no constituir más que una "minoría" de los directivos y la administración debe ser de la mayor integridad. Las personas acusadas de fraude financiero no pueden participar en la operación de una compañía de inversión. Más aún, todos los contratos de administración deben ser sometidos a la aprobación de los accionistas. También existen limitaciones al tipo y afiliación de las personas que ejercen funciones administrativas.

La seguridad de los activos de las compañías de inversión es muy importante. Los activos deben ser protegidos y tasados de manera apropiada. Los custodios autorizados incluyen bancos norteamericanos y extranjeros calificados y corredores-agentes que sean miembros de la bolsa nacional de valores. Está permitida la auto-custodia pero se requieren auditorías tres veces al año. El valor neto en libros de las acciones de los fondos debe ser computado correctamente y son esenciales las revisiones a la dirección realizadas de manera independiente. Existe un requisito de una auditoría anual y la SEC efectúa inspecciones periódicamente. Hay límites a la compensación por asesoría en inversión. Cualquier compensación debe especificarse por escrito en un contrato celebrado entre la compañía de inversión y el asesor de inversión. Dicho contrato debe contar con la aprobación de la mayoría de acciones con derecho a voto. El

nivel de compensación debe tener la aprobación de la mayoría de los directores no involucrados. Finalmente, el asesor de inversión tiene una responsabilidad fiduciaria con respecto a los honorarios.

La regulación de los materiales de ventas de la compañía de inversión es supervisada por la NASD, un organismo autoregulador. El material de publicidad puede ser enviado con el *prospectus* pero no puede contener información engañosa ni dar lugar a la formulación de reclamos por desempeño. La información contenida en el *prospectus* puede ser utilizada en avisos de publicidad pero debe ponerse a disposición de los inversionistas antes de que éstos tomen las decisiones de inversión.

b. Asesores de Inversión. La Ley sobre Asesores de Inversión de 1940 establece que aquellas personas o firmas que reciban compensación por proporcionar al público asesoría en materia de inversión en valores deben registrarse ante la SEC. Dichas personas serán descalificadas como asesores de inversión si han sido acusadas de delitos financieros o de violaciones a la Ley de Valores. La ley establece que los asesores de inversión den a conocer la naturaleza de su interés en las transacciones realizadas para sus clientes, que lleven libros y registros de manera adecuada y que dichos libros y registros sean puestos a disposición de la SEC para su inspección.

c. Fondos Extranjeros. Los flujos de inversión de portafolios internacionales crecieron de manera dramática durante la última década. No

obstante, el acceso de compañías extranjeras de inversión al mercado norteamericano es bastante limitado, debido principalmente a barreras de regulación que impiden tales transacciones. La Sección Séptima, literal d, de la Ley de Sociedades de Inversión ha constituido un gran obstáculo al impedir que una compañía extranjera de inversión opere en los Estados Unidos a menos que la SEC considere que puede exigir el cumplimiento de las compañías extranjeras a todas las disposiciones de la Ley de Sociedades de Inversión. En general, una compañía extranjera de inversión no puede hacer oferta pública de valores en los Estados Unidos a menos que la SEC determine, entre otras cosas, que es legal y prácticamente viable exigir el cumplimiento de la ley con respecto a las compañías extranjeras de inversión. La norma es difícil de satisfacer. Desde la promulgación de la Ley de Sociedades de Inversión en 1940, sólo 19 fondos extranjeros, en su mayoría canadienses, han recibido autorización de registro. La SEC no ha concedido registros desde 1973.²⁵

E. Fondos de Pensiones

1. El Papel de los Fondos de Pensiones. El grupo inversionista institucional más grande de los Estados Unidos lo constituyen los fondos de pensiones. Hoy en día los activos de estos fondos equivalen casi a US\$4.7 trillones comparados con sólo US\$17 billones en 1950. De esta cantidad, cerca de US\$3.5 representan planes privados de pensión y un remanente de US\$1.2 billones equivalen a planes estatales y locales de pensión. En los Estados

²⁵ Ver *The Regulation of Investment Companies in the United States*, documento de la División de Regulación de Mercados del Instituto Internacional para el Desarrollo de Mercados de Valores, Washington, D.C., abril 26 - mayo 7 de 1993.

Unidos, dos tipos de planes de pensión privados están reconocidos por la ley ERISA -- los planes asegurados y los fiduciarios. Los planes asegurados de pensiones se ofrecen a través de cuentas separadas de compañías de seguros, lo que no implica que se garanticen ciertos retornos a los participantes. Todos los demás planes de pensiones privadas deben ofrecerse a través de un instrumento fiduciario. Normalmente los planes fiduciarios de pensiones se ofrecen a través de los departamentos fiduciarios de los bancos o fondos mutuos. Sin embargo, los planes fiduciarios pueden ser ofrecidos también por otras instituciones financieras. A finales de 1994 los planes fiduciarios de pensiones privadas ascendieron a la suma de US\$2.610 billones mientras que los planes asegurados ascendieron a la suma de US\$907 billones. (Tabla 8).

Tabla 8

Planes de Pensión Privados y del Gobierno Estatal y Local

Las leyes de impuestos han contribuido al rápido crecimiento de fondos de pensiones. Los aportes exentos de impuestos a los planes soportan el pago de beneficios de los empleados a su retiro. En los Estados Unidos existen dos tipos básicos de planes de pensión: (1) planes de aportes definidos y (2) planes de beneficios definidos. En un plan de aportes definidos, los beneficios a las personas amparadas por el esquema de pensiones están limitados a los retornos de las inversiones escogidas por el plan en que se participe. En un plan de beneficios definidos, los beneficios están basados en un esquema de desembolso que debe ser cubierto por el empleador. En los Estados Unidos los planes de

beneficios definidos están asegurados por la Corporación de Garantías de Beneficios Pensionales.

Actualmente más de 50 millones de norteamericanos están amparados por planes de pensión proporcionados por sus empleadores. Los activos de los planes de beneficios a empleados generalmente son invertidos por sus empleadores en fondos fiduciarios colectivos en bancos o a través de cuentas separadas de compañías de seguros en las que el banco o la compañía de seguros reúne los activos de dos o más planes para administrar los activos de manera más eficiente y para diversificar el riesgo.²⁶ Aún cuando dichos vehículos de inversión conjunta funcionan de manera similar a las compañías de inversión, generalmente están exentos de las disposiciones de las leyes federales de valores.²⁷ Los planes de pensiones privadas y sus patrocinadores están regulados por el gobierno federal de conformidad con la Ley ERISA mientras que los planes de pensiones (distintos de aquellos operados por el gobierno federal para sus empleados) están regulados por los gobiernos estatales y locales. Los planes públicos de pensiones operados por gobiernos estatales y locales incluyen planes para empleados del gobierno estatal, municipal, escuelas de distrito y otras entidades del gobierno local. A diferencia del esquema de pensiones del gobierno federal, los planes de pensiones del gobierno estatal y local son

²⁶ Las leyes de valores de los Estados Unidos que fueron promulgadas en la década de 1930 contemplan la excepción del cubrimiento de ciertos vehículos de inversión conjunta, incluyendo los fondos de pensiones. Sin embargo, en ese momento el tipo de planes de pensión ofrecidos eran principalmente "planes de beneficios definidos" ofrecidos por grandes y sofisticados empleadores.

²⁷ *Pooled Investment Vehicles for Employee Benefit Plan Assets*, Capítulo 2o., *Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation*, en la obra citada., página 119.

financiados.²⁸ No operan sobre la base del régimen de pagos con cargo a los ingresos corrientes. Los planes de pensiones públicas operados por gobiernos estatales y locales son principalmente planes de beneficios definidos que pueden ser complementados con esquemas de aportes definidos similares a los planes 401 (k) disponibles para el sector privado. A finales de 1993 los fondos de pensiones tenían casi el 40% de sus activos en acciones corporativas y casi un 33% en bonos.²⁹ El resto estaba en efectivo y en otros activos.

Durante los últimos 20 años, la composición de la industria de los fondos de pensiones ha cambiado registrando una notable desviación hacia el cubrimiento de los "planes de aportes definidos. Esta tendencia ha sido especialmente pronunciada con respecto a planes ofrecidos por pequeñas y medianas compañías. En el plan de aportes definidos, "un empleador se compromete a destinar un aporte específico para una cuenta individual en beneficio de cada empleado y a que cada empleado recibirá un beneficio igual a la suma de los aportes a su cuenta más o menos la ganancia o pérdida de la inversión de la cuenta".³⁰ En estos planes generalmente es responsabilidad del empleado manejar la inversión de su propia cuenta personal. Así, el riesgo de

²⁸ Aún cuando el esquema básico de retiro para empleados federales funciona sobre la base del régimen de pagos con cargo a los ingresos corrientes, existen beneficios complementarios a través de un Plan de Ahorros en virtud del cual los aportes del empleado deducibles de impuestos (y para ciertos empleados aportes del gobierno) se invierten en uno de los tres fondos operados por la Junta Federal de Inversión de Ahorros de Retiro. Un empleado puede escoger colocar el dinero de sus aportes al Plan de Ahorros en (1) un fondo de acciones indexado, (2) un fondo de bonos empresariales o (3) un fondo de inversión exclusiva en valores del gobierno. Como ocurre con los planes 401 (k) del sector privado, el ingreso y las ganancias de capital obtenidas sobre los dineros invertidos en el Plan de Ahorros tienen el pago de impuestos aplazado hasta la fecha de retiro del empleado, a menos que se presente un retiro temprano (en vez de ser traspasados a una cuenta individual de retiro) al dejar el servicio al gobierno.

²⁹ Los estimados están basados en información del Instituto de Investigación de Beneficios a Empleados y el Instituto de Sociedades de Inversión. Ver: *The Brancato Report*.

³⁰ *Ibidem*, página 120.

inversión recae en el empleado y no en el patrón. Además, los planes de aportes definidos no están cubiertos por el esquema de seguros de la Corporación de Garantías de Beneficios Pensionales.

2. Regulación de los Planes de Pensiones. Como se dijo antes, los planes de pensiones privadas no están regulados por la SEC. Aún cuando los vehículos de inversión conjunta ofrecidos en forma de planes de pensiones privadas funcionan de manera similar a las compañías de inversión, están específicamente exentos de registro y regulación de las leyes de valores.³¹ En cambio, los planes de beneficios a empleados están regulados por la ley ERISA de 1974 que es administrada por el Departamento de Trabajo de los Estados Unidos. En consecuencia, la ley ERISA es la ley primaria que rige la regulación de planes de pensión y sus patronos. Los patronos de los planes de pensión están sujetos a varias obligaciones fiduciarias en relación con la selección de los planes de inversión.

De conformidad con la ley ERISA, los fideicomisarios de los planes de pensiones son responsables de liberarse de sus obligaciones únicamente en beneficio de los participantes y beneficiarios. La ley ordena que "un fideicomisario puede cumplir sus obligaciones con respecto a un plan, en las circunstancias que correspondan, con el mismo cuidado, habilidad, prudencia y diligencia con las que, en igual capacidad y familiarizado con tales asuntos, una

³¹ Según la Ley de Valores de 1933, la Sección 3 (a) (2) exime de registro ante la SEC a los valores emitidos por fondos colectivos de inversión y cuentas separadas. De conformidad con la Ley de Valores y Bolsas de 1934, la Sección 3 (a) (12), exime los valores emitidos por estos vehículos de los requisitos de registro de la Ley 1934 y la Sección 3 (c) (11) de la Ley de Sociedades de Inversión excluye tales vehículos de inversión conjunta de las disposiciones de la Ley 1940.

persona emplearía en la conducción de una empresa de iguales características y con iguales aspiraciones"³² En consecuencia, un plan de fiducia sólo deberá obrar en beneficio de los participantes en el plan y tales obligaciones deberán ser cumplidas con el único propósito de proporcionar beneficios y ser ejercidas con razonables gastos administrativos. Los planes de inversión deben diversificarse de tal manera que "minimicen el riesgo de grandes pérdidas, salvo que de acuerdo a las circunstancias sea evidentemente prudente el no hacerlo".³³ La ley ERISA no establece restricciones de cantidad ni asume regulación de méritos con respecto a un instrumento de inversión específico. Eso se deja a juicio de los fideicomisarios del plan quienes, como se dijo antes, están sujetos a los requisitos de las normas de prudencia. Finalmente, el fideicomisario debe actuar de conformidad con los documentos e instrumentos que rigen el plan siempre que los mismos coincidan con los requisitos de la ley ERISA.

En los Estados Unidos la ley ERISA no establece que las pensiones sean puestas a disposición de los trabajadores a su retiro. En el evento de que tal cosa sea prometida a los trabajadores, es responsabilidad de la ley ERISA garantizar que la misma se cumpla. Las garantías de la ley ERISA se logran mediante la aplicación de cuatro principios básicos. Primero, que los trabajadores deben hacerse elegibles a los beneficios después de un período razonable de tiempo. Segundo, que los fondos respectivos deben ser destinados para proporcionar los beneficios prometidos en el plan de retiro. Tercero, que quienes

³² Sección 404 (1) (1) (B) de la Ley ERISA de 1974. Ver: *Pension and Welfare Benefit Programs*, 29 CFR Parte 2550, Normas y Reglamentación de la Responsabilidad Fiduciaria; *Investment of Plan Assets Under the Prudence: Rule*, U.S. Department of Labor, *Federal Register*, Vol. 44, No. 124, junio 26 de 1979.

³³ *Ibidem*, páginas. 1-2.

manejen el plan deben cumplir con ciertos estándares de conducta. Finalmente, debe facilitarse suficiente información para determinar si los requisitos de la ley se están cumpliendo.³⁴

Según la ley ERISA, debe reconocerse que las regulaciones de divulgación tienden a enfocarse más en suministrar a los participantes información acerca del plan mismo en vez de proporcionar detalles acerca de las inversiones implícitas, lo que resultaría más apropiado antes del crecimiento de los planes de aportes definidos dirigidos por los participantes. En este caso, las decisiones de inversión y riesgos derivados recaen más en el empleado que en la compañía patrocinadora. En consecuencia, los estándares de divulgación más comparables con aquellos de la Ley de Sociedades de Inversión pueden resultar más apropiados. Adicionalmente, los fideicomisarios de un plan de aportes definidos dirigido por los participantes aparentemente no están obligados a asegurar que los participantes escojan inversiones apropiadas de las opciones a su disposición sino que simplemente tienen la obligación de escoger con prudencia y de supervisar las opciones de inversión.³⁵ Según la ley ERISA, se proporciona a los participantes en el plan un documento básico de divulgación que describe los beneficios de los planes y los objetivos de inversión. Existe también el requisito de que cada fondo de pensiones presente un informe anual al Departamento de Trabajo de los Estados Unidos que incluya un balance general detallado y un cronograma de inversión. Los fondos de pensiones tienen que reportar esta

³⁴ *The Prudence Rule and Pension Plan Investments Under ERISA*, Circular del Departamento de Trabajo de los Estados Unidos, página 1.

³⁵ *Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation*, en la obra citada., página. 120.

información a precios de mercado. La información contenida en el reporte anual, de naturaleza más bien técnica, también está a disposición de los participantes en el plan. A diferencia de los fondos mutuos, no se exige que los activos del fondo sean tasados diariamente. A este respecto, los planes de pensión invierten en las necesidades de retiro a largo plazo de los participantes en el plan. Los fondos mutuos, por otra parte, deben estar en capacidad de satisfacer las necesidades de liquidez a corto plazo de los inversionistas. En consecuencia, los fondos deben poder determinar el valor neto de los fondos al finalizar cada día hábil.

F. Fideicomisos Personales en Bancos

1. Rol de los Fideicomisos Personales en Bancos. Los bancos norteamericanos retiran dineros de los fondos y cuentas fiduciarias y los invierten en activos financieros. El retiro del dinero puede ser de las cuentas de las personas o a través de los fondos fiduciarios colectivos. Generalmente el dinero se invierte directamente en la bolsa de valores, instrumentos del mercado monetario o el mercado de bonos. Tradicionalmente los bancos han manejado los fondos comunes en fideicomiso o fondos similares mantenidos por un banco exclusivamente para la inversión colectiva o reinversión de dineros aportados a la cuenta por el banco en su condición de fideicomisario, albacea, administrador o custodio. Los bancos, bajo las regulaciones administradas por la Junta Federal de la Reserva, están capacitados para "invertir los activos de los planes de pensiones, repartir utilidades y bonos de duda colectivamente, siempre que cada uno de dichos planes esté exento de impuestos federales y que la inversión

colectiva esté específicamente autorizada por el instrumento fiduciario implícito en el plan'.³⁶ Muchos planes de empleados son demasiado pequeños para permitir la diversificación del portafolio. Este problema ha sido aliviado por normas IRS que establecen que "un plan calificado puede unir sus fondos a los fondos de otros planes calificados en un consorcio sin perder su estado "calificado" de acuerdo a la Sección 21 del Código".³⁷ Estas regulaciones han facilitado el crecimiento de inversiones conjuntas administradas por los departamentos fiduciarios de los bancos.

Existen tres tipos básicos de cuentas del departamento fiduciario a la disposición de los inversionistas: (1) cuentas fiduciarias personales, (2) cuentas de agencia y (3) cuentas de planes de retiro. En una cuenta fiduciaria personal, el banco tiene la titularidad de los activos del fideicomiso para beneficio de su cliente. En una cuenta de agencia, el departamento fiduciario del banco tiene la custodia de los activos pero el cliente retiene la titularidad de sus activos. Con relación a la administración de las cuentas, el departamento fiduciario del banco debe seguir las instrucciones del cliente o del patrocinador de la cuenta en el caso de una cuenta fiduciaria. Para una cuenta de agencia, el cliente proporciona la dirección con respecto a las decisiones de inversión para la cuenta dentro del marco provisto por el acuerdo de la misma. Para una cuenta fiduciaria, la cuenta patrocinadora dirigirá la cuenta según lo establecido en el acuerdo fiduciario que proporciona la base para la operación de la cuenta. Como se observó antes, una

³⁶ *Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation*, en la obra citada., páginas 125-126.

³⁷ *Ibidem*, página 126.

tendencia reciente de muchos inversionistas institucionales, incluyendo los departamentos fiduciarios, ha sido invertir los dineros bajo su administración en fondos mutuos en vez de acudir directamente al mercado de capital. Este es un reflejo de la diversidad de fondos disponibles con un amplio rango de objetivos de inversión y del alto grado de seguridad (i.e., ausencia de fallas del fondo) a través de inversiones en fondos mutuos.

En cuentas de planes de retiro los bancos compiten con otros inversionistas institucionales para el manejo de los activos de los fondos de pensiones. En los Estados Unidos todos los planes de pensiones deben ofrecerse a través de un instrumento fiduciario o a través de una cuenta separada de una compañía de seguros. En una cuenta de plan de retiro, un departamento fiduciario ofrece a través de un instrumento fiduciario servicios de cuenta de plan de pensiones similares a aquellos ofrecidos por fondos mutuos y compañías de seguros. Tales servicios pueden ofrecerse a particulares o a patrocinadores de planes corporativos a través de fondos colectivos fiduciarios en bancos. Como se establece para el instrumento fiduciario, el departamento de fiducia debe seguir las instrucciones del patrocinador de la cuenta. En los últimos años se ha presentado una tendencia hacia planes auto-definidos tales como los planes 401 (k) y las cuentas individuales de retiro en las que el participante en el plan es responsable en gran medida de las decisiones de inversión.

2. Regulación de Fondos Personales. Como inversionistas institucionales, los bancos pueden ser regulados por una agencia reguladora de

un banco federal o por los estados, dependiendo de que tengan carácter nacional o estatal. Históricamente las inversiones de los departamentos fiduciarios de los bancos han estado reguladas por la ley estatal aún en el caso de los bancos nacionales regulados a nivel federal por el Contralor de la Moneda. En general, los departamentos fiduciarios de los bancos deben seguir las instrucciones de los patrocinadores de la cuenta contenidos en el acuerdo de fiducia o las instrucciones del cliente en el caso de una cuenta de agencia. En casi todos los estos, la norma de prudencia se aplica a las inversiones de los departamentos fiduciarios. Bajo este concepto, un departamento de fiducia tendrá que "observar cómo las personas prudentes, discretas e inteligentes manejan sus propios asuntos, no con respecto a la especulación, sino en relación con la permanente disposición de sus fondos, considerando la probabilidad de ingreso, así como la seguridad del capital a invertir".³⁸ Los bancos también están sujetos a varias disposiciones federales y estatales relacionadas con conflictos de interés. Las cuentas de pensiones manejadas por los bancos están sujeta a las disposiciones de la ley ERISA.

En los últimos años los fondos fiduciarios comunes o fondos similares mantenidos por un banco exclusivamente para la inversión colectiva y reinversión de dineros aportados a la cuenta por el banco en su condición de fideicomisarios, albaceas, administradores o custodios han crecido en importancia. Estas cuentas están exentas de la definición de compañías de inversión. Sin embargo, la ley ERISA establece estrictas responsabilidades a los bancos como fideicomisarios

³⁸ Pozen, Robert C., *U.S. Institutional Investors and Asian Debt Securities*, documento del *General Counsel and Managing Director of fidelity Investments*, Boston, agosto 5 de 1992, página 6.

de planes de pensión cuyos activos son invertidos en fondos colectivos. De conformidad con la ley ERISA, un plan fiduciario se define como un plan para incluir "cualquier persona que obre con discreción con respecto a la administración del plan o de sus activos, preste asesoría en inversión en un plan por honorarios (directos o indirectos) o tenga discreción con respecto a la administración del plan".³⁹

G. Compañías de Seguros.

1. **El Rol de las Compañías de Seguros.** Actuando como principal para su propia cuenta, las compañías de seguros invierten en un amplio orden de instrumentos financieros y de finca raíz a fin de producir suficientes ingresos para cumplir con sus obligaciones en la forma de beneficios de seguros prometidos. Los seguros se venden bien sea a través de agentes en representación directa de las compañías de seguros o a través de agentes independientes en representación de varias compañías de seguros. Los agentes tienen que suministrar un contrato por escrito (i.e., póliza de seguros) a sus clientes, en virtud del cual se establecen los términos y condiciones del contrato de seguros. En los Estados Unidos existen muchos tipos de compañías de seguros reguladas por los 50 diferentes estados. Los Estados Unidos carecen de una Comisión Nacional de Seguros u organismo regulador similar. Las compañías de seguros pueden ser propiedad de inversionistas privados o propiedad conjunta de aquellos a quienes aseguran. Si la compañía de seguros es de propiedad

³⁹ *Protecting Investors: A Half Century of Investments Company Regulation*, en la obra citada., página 155.

privada, el objetivo es maximizar las utilidades sujetas a las restricciones de regulación que puedan existir. Si la compañía es de propiedad conjunta, el objetivo es un punto de equilibrio a través de la generación de suficientes utilidades para cubrir gastos. Como inversionistas institucionales, las compañías de seguros más importantes son las de seguros de vida y de propiedad y responsabilidad ante terceros.

a. Riesgo de las Compañías de Seguros. Las compañías de seguros reciben una prima en compensación por proporcionar el cubrimiento de seguro por un riesgo en particular. Los riesgos de seguros son evaluados a través del procedimiento de suscripción. Uno de los mayores riesgos se conoce como selección adversa, en virtud del cual aquellas personas o empresas con alta probabilidad de pérdida (i.e., el mayor riesgo) tienen una mayor probabilidad de búsqueda de cubrimiento. Existe también un riesgo asociado con la posibilidad de reclamos fraudulentos. Los aseguradores tratan al máximo de cubrirse por el riesgo de selección adversa fijando primas y ajustando los términos de cubrimiento de acuerdo a su juicio del riesgo al suscribir la póliza. No es raro que las compañías de seguros nieguen el cubrimiento del seguro cuando el riesgo percibido es demasiado alto. En general, las compañías de seguros también pueden cancelar, negar la renovación o cambiar los términos del cubrimiento o de la prima del seguro bajo determinadas circunstancias. Las compañías de seguros controlan el riesgo supervisando la experiencia de pérdida real, clasificando el riesgo de manera adecuada y fijando tarifas con base al riesgo, ofreciendo incentivos para reducir la potencial reclamación de los asegurados y ejerciendo

con cuidado el ofrecimiento de cubrimiento por catástrofe. También se puede controlar el riesgo a través del reaseguro para transferir alguna parte del mismo a otra compañía de seguros; del coaseguro, para que la entidad aseguradora asuma un porcentaje de la pérdida; o a través del uso de los deducibles para cubrir pérdidas normales o reducir la probabilidad de accidentes mortales o de selección adversa. Los aseguradores deben mantener suficiente capital y activos líquidos para satisfacer de inmediato los reclamos de sus clientes. Esto se logra mediante un fondo auto-sostenido de reservas basado en la evaluación actuarial de pérdidas anteriores y potenciales.⁴⁰ Las primas de seguros son evaluadas para que se cuente con la disponibilidad de un nivel apropiado de reservas para satisfacer la reclamación potencial en todo momento. Con el fin de disponer de suficiente liquidez para satisfacer los eventuales reclamos de los tenedores de la póliza, se contará con una porción sustancial de fondos de reserva en forma de dinero líquido e instrumentos del mercado de capital.

Las cuentas separadas de las compañías de seguros constituyen un importante vehículo de inversión que se utiliza para competir con los departamentos fiduciarios de los bancos para la administración de activos de planes privados de pensión. En desarrollo de un convenio de cuenta diversa, las compañías de seguros separan las primas pagadas por los empleados de los ingresos generales de las compañías de seguros e invierten los fondos en un rango más amplio de dinero e instrumentos menos conservadores del mercado de capital, incluyendo títulos de capital empresarial, que normalmente se permitiría

⁴⁰ Para una mejor discusión de los principios de seguros, ver: *Reforming Federal Deposit Insurance*, estudio de la Oficina de Presupuesto del Congreso, Congreso de los Estados Unidos, Washington, D.C., septiembre de 1990, páginas 23-46.

de conformidad con la ley estatal con respecto a la compañía de seguros misma. Las cuentas separadas se usan también para anualidades variables ofrecidas por las compañías de seguros. Los contratos de seguros variables tienen características de inversión y de seguros. Una parte de la prima se utiliza para adquirir las unidades en una cuenta que se invierte en un portafolio de valores. El valor de las unidades refleja el desempeño de los valores del portafolio. En un contrato de anualidad variable, las unidades pueden convertirse en pagos anuales cuando el comprador llega a cierta edad, mientras que en un contrato variable de vida, el pago vence para el beneficiario registrado en el contrato en el evento de que mueran las personas aseguradas.⁴¹

2. Regulación de las Compañías de Seguros. En los Estados Unidos, las compañías de seguros están reguladas por cada uno de los diferentes estados. Aún cuando la Suprema Corte de los Estados Unidos estableció en 1944 que el gobierno federal tenía autoridad para regular las compañías de seguros cuyos negocios fueran realizados entre los estados, una ley federal promulgada en 1945 concedió facultó a los estados para regular el negocio de los seguros. Sin embargo, existe la Asociación Nacional de Comisiones de Seguros (NAIC) que trabaja en bien de la armonización de leyes estatales que rigen el negocio de los seguros. La NAIC es una asociación voluntaria de reguladores estatales de seguros. En la actualidad, 47 de los 50 organismos estatales controladores de seguros pertenecen a la NAIC. Con respecto al portafolio de

⁴¹ Ver: *The Regulation of Investment Companies in the United States*, preparado por la División de Manejo de Inversión del *Third Annual International Institute for Securities Market Development Training Conference Sponsored by the U.S. Securities and Exchange Commission*, Washington D.C., abril 26 - mayo 7 de 1995, página 2.

inversiones de las compañías de seguros, la NAIC ha desarrollado estándares de acreditación con los cuales debe cumplir un estado para ser acreditado, incluyendo regulaciones "para prevenir o corregir la indebida concentración de tipos de inversión y emisión y el irracional coeficiente de simetría de vencimientos de activos y obligaciones".⁴² Estos son parámetros que propenden por la armonía entre las comisiones estatales de valores. El programa de acreditación de la NAIC busca proporcionar estándares de base para solvencia de regulación. En la actualidad, están acreditados 47 departamentos estatales reguladores de seguros. El programa de acreditación de la NAIC establece: (1) adecuada autoridad estatutaria y administrativa para regular los asuntos corporativos y financieros de los asegurados; (2) recursos suficientes para desarrollar sus responsabilidades de regulación; y (3) prácticas de organización y de personal que tengan como resultado un programa regulador efectivo. El programa de acreditación de la NAIC implica un riguroso examen de los departamentos estatales de seguros por parte de un equipo de revisión independiente. Se efectúa un re-examen completo en el sitio y una re-acreditación cada cinco años.⁴³

La NAIC fue creada en 1971. Es un foro nacional para resolver asuntos de las compañías de seguros con el fin de desarrollar una política nacional coherente para la regulación de las mismas. En los Estados Unidos esto reviste particular importancia puesto que las compañías de seguros están reguladas a nivel estatal

⁴² Pozen, en la obra citada., página 8.

⁴³ Ver: *National Association of Insurance Commissions: A Tradition of Consumer Protection*, 1994, página 7.

y operan en más de un estado y muchas de ellas funcionan a nivel nacional o regional. La NAIC funciona principalmente a través del sistema de comité en el que se resuelven los asuntos importantes de la regulación de compañías de seguros. De esta forma, asuntos complejos de regulación se pueden dirigir a un grupo de expertos antes de ser votados por la totalidad de sus miembros. Cada iniciativa debe ser considerada por uno de los cinco comités permanentes, así como por el comité ejecutivo, antes de la acción plenaria de la totalidad de los miembros. Los comités de la NAIC se componen de comisionados estatales de seguros quienes unen sus recursos para estudiar asuntos de regulación. En consecuencia, la NAIC desempeña un papel muy importante en el desarrollo de leyes modelo de seguros, desarrollando guías de regulación y coordinando y armonizando la regulación. Los estados pueden adaptarse a las regulaciones o leyes modelo o modificarlas para satisfacer las condiciones locales.⁴⁴ Una de las ventajas de la regulación estatal para las compañías de seguros es la promoción de diversidad y experimentación. No obstante, se ha presentado una pronunciada tendencia hacia una mayor uniformidad a fin de reducir los costos de regulación a nivel nacional.

Mientras que algunas compañías de seguros adquirieron importantes cantidades de *junk bonds* por su propia cuenta en la década de 1980, leyes estatales más recientes han frenado esta actividad al exigir que las compañías de seguros inviertan sólo en bonos de alta calidad. Las comisiones estatales de seguros no clasifican los bonos pero dependen de las clasificaciones de las

⁴⁴ *Ibidem*, páginas 1-2.

agencias clasificadoras de valores a nivel nacional. En consecuencia, la calidad del bono normalmente podría ser determinada en términos de una clasificación dada por una de las cuatro agencias nacionales de clasificación. En general, las compañías de seguros no invertirán en bonos clasificados por debajo de una clasificación de inversión (que podría excluir a los llamados *junk bonds*). Los fondos de pensiones ofrecidos a través de cuentas diversas de compañías de seguros también están sujetos a los mismos estándares fiduciarios a que están sujetos los bancos bajo la ley ERISA.

H. Otros Intermediarios e Instituciones.

Las compañías de valores (i.e., corredores-agentes) son importantes para el mercado de capital al ejercer sus funciones como corredores y agentes. Las compañías de valores de los Estados Unidos también proporcionan servicios de administración monetaria y participan en la suscripción y distribución de acciones de fondos mutuos. Los honorarios de administración de activos de las compañías que pertenecen a la Bolsa de Nueva York, por ejemplo, aumentaron de US\$175 millones a US\$3.8 billones en el período comprendido entre 1980 y 1994, mientras que el ingreso derivado de la venta de acciones en fondos mutuos como minorista o suscriptor se incrementó de US\$105 millones a US\$3.2 billones en el mismo período. En su calidad de agentes, o generadores de mercado, hay muchas posiciones de inventario en el rango total de instrumentos del mercado capital. Los bancos comerciales también actúan como agentes de los valores del

gobierno de los Estados Unidos y títulos municipales. En esta condición, los bancos comerciales tienen enormes inventarios de valores del gobierno norteamericano y títulos municipales en inventario por su propia cuenta. Los ahorros y préstamos, gobiernos estatales y locales, sindicatos de crédito y demás entidades también hacen portafolio de inversiones para sus propias cuentas en el mercado monetario y a través de valores de deuda a largo plazo, generalmente bonos del gobierno, del tesoro y acuerdos de recompra. En los Estados Unidos los corredores-agentes están regidos principalmente por las autoridades bancarias reguladoras federales o estatales dependiendo de que tengan un carácter federal o estatal o de que estén amparadas por seguros de depósito.

I. Consideraciones de la Competencia

En 1962 las cortes ordenaron que las cuentas diversas de las compañías de seguros deberían registrarse ante la SEC en cumplimiento de la Ley de Sociedades de Inversión. A fin de atender las inquietudes de las compañías de seguros en el sentido de que les estaba permitido competir en igualdad de condiciones con los bancos y demás instituciones financieras en el suministro de servicios de administración de la inversión, a comienzos de la década de 1960 la SEC adoptó reglas para proporcionar exenciones de registro a las cuentas diversas de las compañías de seguros y contratos de anualidad a grupos en cuentas diversas que fueran similares a aquellos a disposición de los productos bancarios.⁴⁵

⁴⁵ Al adoptar la Norma 3c-3 de la Ley de Sociedades de Inversión, la SEC observó su intención de conceder alivio similar a aquellos vehículos de inversión conjunta a disposición de planes de beneficios a empleados mantenidos por los bancos: "Aún cuando las compañías de seguros puedan no actuar en calidad de fideicomisarios, los arreglos para la utilización por parte de los

La competencia entre los bancos, fondos mutuos y compañías de seguros que ofrecen productos similares pero que están sujetos a diferentes requisitos de regulación genera importantes asuntos de política pública. Los bancos, las compañías de seguros y los fondos mutuos compiten por la participación del mercado en varias formas. Pueden hacer énfasis en las diferencias en el desempeño de la inversión, seguridad de activos de la inversión, servicios de registro o servicios especiales ofrecidos a los participantes, tales como una tasación diaria de la cuenta. En los Estados Unidos la terminación entre bancos, fondos mutuos y compañías de seguros se ha intensificado por la tendencia hacia los planes "de aportes definidos" auto-dirigidos, incluyendo el explosivo crecimiento de los últimos años en planes 401 (k).⁴⁶ Una encuesta reciente a los 100 bancos y corporaciones fiduciarias más importantes permitió establecer que los servicios proporcionados a las cuentas 401 (k) auto-dirigidas eran similares a aquellos proporcionados a los fondos mutuos, incluyendo la tasación diaria y una serie de opciones de inversión. Aún así, existen diferencias significativas en los requisitos de divulgación y presentación de informes para las compañías de inversión, bancos y compañías de seguros.⁴⁷ Con el crecimiento del esquema

empleadores de dichas cuentas especiales mantenidas por las compañías de seguros serían similares a aquellos exentos de la definición de compañías de inversión de conformidad con la Sección 3 (c) (13) de la Ley y mantenidos por fiducias bancarias para la inversión de fondos que los empleadores destinen a cumplir con sus obligaciones en planes calificados de pensión. Ver: *Investment Company Act Release No. 3065* 7 de enero de 1963).

⁴⁶ Los planes 401 (k) ofrecen ventajas tanto para los empleadores como para los empleados. Para los empleadores, el costo de cumplir con los requisitos de la ley ERISA es más bajo, los empleados asumen el riesgo de inversión y los empleadores pueden predecir con mayor facilidad su responsabilidad futura. Los planes 401 (k) ofrecen ventajas para los empleados al permitirles hacer aportes voluntarios antes de impuestos, los impuestos sobre el ingreso se aplazan y los empleadores generalmente igualan el porcentaje de los aportes de sus empleados. Los planes 401 (k) también son móviles y muchos permiten que los participantes obtengan dinero en préstamo del plan.

⁴⁷ *Ibidem*, páginas 143-151.

pensional de "aporte definido", que no está respaldado por la Corporación Federal de Garantías de Pensiones, puede surgir la necesidad de una divulgación más uniforme para facilitar la toma de decisiones más documentadas por parte de los inversionistas particulares. Esto podría dar lugar a una regulación más comparable para productos financieros similares. Debe tenerse en cuenta sin embargo que argumentos similares pueden ser formulados con respecto a otros servicios financieros proporcionados por los bancos que no estén sujetos a la supervisión reguladora de la SEC.

V. Perspectivas para el Futuro

En la mayoría de los mercados emergentes, los inversionistas tienen poco donde escoger con relación a la administración de la inversión. A diferencia de los Estados Unidos, la industria del manejo de inversión no está bien desarrollada en la mayoría de los mercados emergentes. Generalmente se inmovilizan grandes sumas de capital en la forma de fondos de previsión patrocinados por el gobierno, mientras que los fondos de pensiones no constituyen un factor importante en el mercado. En los Estados Unidos se espera que la importancia de la inversión institucional en forma de fondos privados de pensiones y fondos mutuos continúe creciendo en los años venideros. Es probable que esto ocurra debido a las características demográficas de la población (i.e., un gran segmento de la población con edades entre 40 y 50 años) y es probable que el proceso de bursatilización continúe en los próximos años. Además, el actual ambiente

económico de inflación baja y tasas de interés relativamente estables conduce a la inversión en activos financieros.

El crecimiento de la inversión institucional en los Estados Unidos se ha visto estimulado por la política de impuestos del gobierno y por un ambiente de regulación que ha conducido al crecimiento de la industria de los fondos mutuos y los planes privados de pensiones. En particular, las protecciones básicas ordenadas por la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 han proporcionado un alto grado de confianza pública en los fondos mutuos. Sin un alto nivel de confianza pública, es muy improbable que la industria de los fondos mutuos hubiera experimentado un crecimiento continuo y rápido en cada década a partir de 1940. Es digno de mencionar que el modelo norteamericano de regulación de valores, con las modificaciones necesarias para satisfacer las condiciones locales, se esté poniendo actualmente en práctica en muchos países del mundo.⁴⁸ De igual forma, la ley ERISA ha contribuido al rápido crecimiento de los planes de pensiones privadas en los Estados Unidos al suministrar protección básica con relación al manejo y operación de los planes de pensiones privadas. Un importante beneficio del mercado de capital son las grandes sumas de fondos disponibles para la inversión. Aún así, el proceso de toma de decisiones con respecto a dichas inversiones es altamente descentralizado.

En muchos mercados emergentes se está dando una alta prioridad al desarrollo de planes de pensiones privadas para complementar los fondos

⁴⁸ Desde 1994 el *Emerging Markets Institute, Inc.* ha participado en misiones de entrenamiento y asistencia técnica a 25 países de Asia, América latina y el Caribe para el desarrollo y regulación de mercados emergentes de valores.

nacionales de previsión patrocinados por el gobierno. Esta tendencia debería dar como resultado una mayor liquidez de los mercados emergentes y una mayor eficiencia de asignación. Uno de los problemas que enfrenta la mayoría de mercados emergentes consiste en que los inversionistas locales normalmente son inversionistas particulares relativamente poco sofisticados, mientras que la inversión institucional es primordialmente de origen extranjero. Aún en los dinámicos mercados emergentes asiáticos, las autoridades responsables de formular las políticas están tratando de realzar el papel de los inversionistas institucionales domésticos en los mercados monetarios y de capital. En efecto, se considera con frecuencia que la ausencia de una base inversionista institucional es una de las razones para que los mercados de títulos se hayan rezagado en general en el desarrollo de los mercados emergentes.⁴⁹ En contraste, en los países industrializados, los inversionistas institucionales han facilitado el desarrollo de los mercados de valores al aumentar la liquidez del mercado a través de la negociación en mercados secundarios. Si Colombia adoptara las políticas apropiadas en relación con el desarrollo y regulación de inversionistas institucionales, sería de esperar que esto facilitara el posterior desarrollo del mercado monetario y de capital.

Quizás es importante reconocer que el primer fondo mutuo de los Estados Unidos estaba basado en un modelo proporcionado bajo la forma de un fondo británico de inversión. Actualmente, sin embargo, la regulación de valores domésticos en los Estados Unidos impide la competencia que podría darse si los

⁴⁹ Ver: *The Emerging Asian Bond Market*, en la obra citada.

fondos extranjeros tuvieran mayor acceso al mercado norteamericano de capital. En general los mercados de capital en los Estados Unidos se han beneficiado de las medidas de la política gubernamental que han estimulado la competencia y la innovación en el suministro de servicios financieros. Esto se refleja en el amplio orden de inversionistas institucionales y servicios de administración monetaria a disposición de los inversionistas norteamericanos. Ciertamente, tales políticas podrían ser emuladas en Colombia con las correspondientes modificaciones para satisfacer las condiciones locales.

Tabla 1: Crecimiento de Activos Institucionales - 1950-1994
(US\$ Billones)

	1950	1960	1970	1980	1990	1994
Fondos de Pensiones	14	58	213	859	3,116	4,750
Fideicomisos Bancarios	-	-	187	342	759	1,250
Compañías de Seguros	74	43	225	519	1,328	1,780
Fondos Mutuos	3	17	48	135	1,067	2,161
Fondos Cerrados	-	-	-	5	53	120
Fundaciones	-	-	-	48	143	210
Total	91	118	673	1,908	6,466	10,271

Fuente: *Federal Reserve Flow of Funds Accounts, Investment Company Institute Fact Book, New York Stock Exchange Institutional Investor Fact Book.*

Tabla 2: Valores en Circulación en los Mercados Norteamericanos de Capital: 1950-1994
(US\$ Billones)

	1950	1960	1970	1980	1990	1994
Valores	142.7	425.0	859.8	1,534.7	3,530.2	6,048.8
Bonos Corporativos*	41.4	91.8	204.3	508.4	1,696.0	2,416.9
Valores del Gobierno	218.4	242.8	341.6	1,008.3	3,911.7	5,641.6
Bonos Municipales	42.7	71.0	145.5	365.4	1,039.9	1,202.7
Total	445.2	830.6	1,551.2	3,416.8	10,177.8	15,310.0
*MEMO: Deuda Respaldada en Activos	-	-	-	0.5	178.9	253.4

Fuente: New York Stock Exchange Fact Book y Securities Industry Association Fact Book.

Tabla 3: Activos Financieros Líquidos del Sector Hogares

	Valor del Mercado en Billones de Dólares						
	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994
Valores	934	1,210	1,717	2,469	2,810	3,088	2,913
Depósitos en Bancos y CD's	1,511	2,260	2,778	2,726	2,739	2,729	2,753
Acciones en Fondos Mutuos	46	192	452	592	734	973	969
Bonos Municipales	76	257	449	483	449	433	403
Fondos Mercado Monetario	62	195	375	383	341	331	352
Valores del Gobierno de los Estados Unidos	212	350	648	600	699	702	1,084
Bonos Corporativos	31	31	95	105	107	142	198
Total*	2,871	4,495	6,512	7,358	7,878	8,397	8,671

Fuentes: *Securities Industry Association Fact Book* y *Federal Reserve Flow of Funds Accounts*.

Tabla 4: Tasas de Interés Seleccionadas de los Estados Unidos

	Fondos Federa- les	Bonos del Tesoro de los EEUU a 3 meses	Bonos del Tesoro de los EEUU a 6 meses	Bonos del Gobierno de los EEUU a 10 años	Bonos del Gobierno de los EEUU a 30 años	Corporativo Aaa Baa	
1984	10.2	9.6	9.8	12.4	12.4	12.7	14.2
1985	8.1	7.5	7.7	10.6	10.8	11.4	12.7
1986	6.8	6.0	6.0	7.7	7.8	9.0	10.4
1987	6.7	5.8	6.1	8.4	8.6	9.4	10.6
1988	7.6	6.7	6.9	8.8	9.0	9.7	10.8
1989	9.2	8.1	8.0	8.5	8.4	9.3	10.2
1990	8.1	7.5	7.5	8.6	8.6	9.3	10.4
1991	5.7	5.4	5.5	7.9	8.1	8.8	9.8
1992	3.5	3.4	3.5	7.0	7.7	8.1	9.0
1993	3.0	3.0	3.1	5.9	6.6	7.2	7.9
1994	4.2	4.3	4.6	7.1	7.4	8.0	8.6

Fuente: *Federal Reserve Bulletin*.

Tabla 5: Valores en Circulación como Porcentaje del PIB Nominal

Año	Bonos Corporativos y Extranjeros	Valores del Gobierno de los EEUU	Bonos Municipales	Valores Deuda General	Valores Corporativos
1984	19.5	50.0	14.9	84.5	49.9
1985	21.7	54.9	18.4	95.0	59.5
1986	25.7	61.1	18.5	105.3	65.4
1987	27.8	64.4	19.2	111.4	61.5
1988	29.0	65.3	19.2	113.4	63.3
1989	29.8	66.5	19.1	115.5	73.6
1990	30.2	70.5	19.1	119.8	63.9
1991	31.9	75.8	19.8	127.4	85.0
1992	32.8	79.4	19.8	132.0	86.8
1993	34.2	81.7	19.7	135.5	96.0
1994	35.9	83.7	17.9	137.4	90.0

Fuentes: *Securities Industry Association Fact Book* y *Economic Report of the President*.

Tabla 6: Ofertas Valores Corporativos: 1984 - 1994

	(Billones de Dólares)			(Número de Emisiones)		
	Total	Puúblico	Privado	Total	Público	Privado
1984	128.5	82.6	45.9	2,643	1,289	1,354
1985	217.7	138.0	79.7	4,118	1,933	2,185
1986	404.3	284.8	119.5	5,621	3,116	2,505
1987	406.7	272.3	134.4	5,140	2,547	2,593
1988	465.1	274.5	190.6	5,365	2,010	3,355
1989	505.5	305.5	200.0	4,880	1,953	2,927
1990	445.5	314.4	131.1	4,300	1,830	2,470
1991	702.3	584.2	118.1	6,470	3,550	2,920
1992	973.8	846.1	127.7	7,884	4,659	3,225
1993	1,244.6	1,051.8	192.9	10,725	6,468	4,257
1994	843.5	702.5	141.0	8,831	5,692	3,139

Fuente: Securities Industry Association Fact Book.

Tabla 7: Norma 144A de Emisión Privada

Año	US\$ Billones		# of Issues	
	Deuda	Capital	Deuda	Capital
1990	3.5	1.4	28	17
1991	17.0	3.3	332	51
1992	34.5	5.5	639	56
1993	82.2	9.0	1,355	74
1994	57.3	8.4	932	118

Fuente: *Securities Industry Association Fact Book*

Tabla 8: Activos Pensiones Privadas y del Gobierno Estatal y Local: 1950-1994
(US\$ Billones)

Año	Total Planes de Pensión				Planes de Pensiones Estatales y Locales
		Total	Asegurados	Fiduciarios	
1950	17	12	5	7	5
1960	75	55	17	38	20
1970	210	150	38	112	60
1980	859	622	158	504	198
1990	3,116	2,379	636	1,743	737
1991	3,783	2,923	678	2,245	860
1992	4,113	3,158	732	2,426	955
1993	4,520	3,400	831	2,569	1,119
1994	4,750	3,517	907	2,610	1,231

Fuente: Federal Reserve Flow of Funds Accounts, Life Insurance Fact Book y *New York Stock Exchange Institutional Investors Fact Book*.

Tabla 9: Participación de Capital Total en Circulación
(En Porcentaje)

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994
Sector Hogar	60.9	51.3	48.6	50.8	51.4	49.9	48.2
<i>Instituciones</i>	39.1	48.7	51.4	49.2	48.6	50.1	51.8
Fondos Privados de Pensiones	14.6	19.7	18.6	18.3	17.6	17.4	17.3
Fondos Mutuos	2.8	4.8	6.6	7.2	8.3	10.8	12.2
Fondos Públicos de Pensiones	2.9	5.1	8.4	7.9	8.2	8.2	8.6
Extranjero	4.2	5.3	6.3	5.6	5.5	5.5	5.6
Cias. de Seguros	3.0	3.1	2.8	2.4	2.2	2.4	2.6
Fideicomisos Personales Bancarios	8.8	7.3	5.4	4.8	4.0	2.9	2.6
Otras Cias. de Seguros	2.1	2.4	2.3	1.9	1.8	1.7	1.7
Fondos Cerrados	0.3	0.2	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
Corredores/Agentes	0.2	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
Entidades de Ahorro	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Bancos Comerciales	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

Fuente: *Securities Industry Association Fact Book y Federal Reserve Flow of Funds Accounts*

Tabla 10: Perfil del Sistema Norteamericano de Regulación para Inversionistas Institucionales

	Compañías de Inversión	Pensiones Privadas	Compañías de Seguros	Fideicomisos Bancarios
Regulador Principal	SEC NASD	Departamento de Trabajo	Deptos. Estatales de Seguros	Bancos Reguladores Estatales o Federales
Piso Legal	Ley de Cias. de Inversión de 1940	ERISA de 1974	Leyes Estatales de Seguros & ERISA	Leyes Estatales de Seguros & ERISA
Estándar de Regulación Ppal.	Total Divulgación	Norma de Prudencia	Norma de Prudencia	Norma de Prudencia

Anexo Tabla 1: Valores de Capital y Deuda en Circulación en los Estados Unidos
(US\$ Billones)

	Todos los Valores	Gobierno de los E.E.U.U.	Bonos Municipales	Bonos Corporativos	Acciones Corporativas
1960	830.6	242.8	71.0	91.8	425.0
1965	1,232.1	274.4	100.4	123.1	734.2
1970	1,551.2	341.6	145.5	204.3	859.8
1975	1,932.2	550.1	223.0	337.4	821.7
1980	3,416.8	1,008.3	365.4	508.4	1,534.7
1985	6,204.2	2,216.5	744.6	883.1	2,360.0
1986	7,266.4	2,610.4	787.0	1,105.6	2,763.4
1987	7,835.2	2,923.4	862.5	1,270.4	2,778.9
1988	8,651.2	3,198.3	921.4	1,432.6	3,098.9
1989	9,876.3	3,494.1	991.2	1,581.3	3,809.7
1990	10,177.8	3,911.7	1,039.9	1,696.0	3,530.2
1991	12,164.4	4,335.7	1,108.6	1,856.5	4,863.6
1992	13,421.2	4,795.5	1,139.7	2,023.1	5,462.9
1993	14,894.1	5,212.8	1,217.8	2,277.0	6,186.5
1994	15,310.0	5,641.6	1,202.7	2,416.9	6,048.8

Fuentes: *Federal Reserve Flow of Funds Accounts y Securities Industry Association Fact Book*

Anexo Tabla 2: Emisión Neta en Valores en los Estados Unidos
(Nuevas Emisiones Menos Retiros en US\$ Billones)

	Todos los Valores	Del Gobierno de los E.E.U.U.	Bonos Municipales	Bonos Corporativos	Acciones Corporativas
1960	14.0	-1.7	5.3	7.3	3.1
1965	17.5	3.8	7.2	6.5	0.0
1970	63.4	21.9	12.0	23.2	6.3
1975	161.4	95.1	15.0	43.5	7.8
1980	195.6	121.0	23.9	36.3	14.4
1985	584.1	326.2	179.5	143.4	-65.0
1986	592.5	394.5	41.4	222.5	-65.9
1987	499.4	316.4	75.5	164.7	-57.2
1988	380.6	274.9	46.3	162.2	-102.8
1989	387.8	295.8	69.8	120.2	-98.0
1990	532.2	414.4	48.7	114.7	-45.6
1991	717.2	424.0	68.7	160.5	64.0
1992	735.4	459.8	31.1	160.4	84.1
1993	868.4	417.3	78.1	252.9	120.1
1994	587.7	428.8	-15.1	142.4	31.6

Fuentes: *Federal Reserve Flow of Funds Accounts* y *Securities Industry Fact Book*

AnexoTabla 3: Tenencias de Valores en Circulación en los Estados Unidos:1960-1994
(US\$ Billones)

	Total	Sector Hogares		Instituciones	
		Valor	% del Total	Valor	% del Total
1960	425	364	85.8	60	14.2
1965	734	615	83.8	119	16.2
1970	860	598	69.6	262	30.4
1975	822	481	58.6	340	41.4
1980	1,535	934	60.9	601	39.1
1981	1,423	840	59.0	583	41.0
1982	1,611	905	56.2	706	43.8
1983	1,920	1,028	53.5	892	46.5
1984	1,851	951	51.4	900	48.6
1985	2,360	1,210	51.3	1,150	48.7
1986	2,763	1,399	50.6	1,365	49.4
1987	2,779	1,383	49.8	1,396	50.2
1988	3,099	1,514	48.8	1,585	51.2
1989	3,810	1,828	48.0	1,981	52.0
1990	3,530	1,717	48.6	1,814	51.4
1991	4,864	2,469	50.8	2,395	49.2
1992	5,463	2,810	51.4	2,653	48.6
1993	6,186	3,088	49.9	3,099	50.1
1994	6,049	2,913	48.2	3,136	51.8

Fuentes: *Federal Reserve Flow of Funds Accounts* y *Securities Industry Fact Book*.

Nota: El Sector Hogares incluye compañías sin ánimo de lucro.

Tabla 4: Índices de Desempeño de la Bolsa de Valores: 1970-1994
(A Finales del Año)

Año	Down Jones Promedio Industrial	S & P 500	NYSE Compuesto	NASDAQ Compuesto
1970	838.92	92.15	50.23	-
1975	852.41	90.19	47.64	77.62
1980	963.99	135.76	77.86	202.34
1985	1546.67	211.28	121.58	324.93
1986	1895.95	242.17	138.58	348.83
1987	1938.83	247.08	138.23	330.47
1988	2168.57	277.72	156.26	381.38
1989	2753.20	353.40	195.04	454.82
1990	2633.66	330.22	180.49	373.84
1991	3168.83	417.09	229.44	586.34
1992	3301.11	435.71	240.21	676.95
1993	3754.09	466.45	259.08	776.80
1994	3834.44	459.27	250.94	751.96

Fuente: *Securities Industry Association Fact Book.*

**Tabla 5: Valor de la Suscripción de Valores Corporativos en los Estados Unidos
(US\$ Billones)**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Deuda Corporativa	76.4	149.8	117.8	120.3	134.1	106.9	200.5	309.7	432.5	367.4
Deuda Convertible	7.5	10.1	9.9	3.1	5.5	4.8	7.5	7.0	9.3	4.7
Deuda Respaldata en Activos	20.8	67.8	91.7	113.8	135.3	178.9	300.3	427.8	479.3	253.4
DEUDA TOTAL	104.7	227.7	219.4	237.2	274.9	290.6	508.3	744.5	921.1	625.5
Acciones Preferenciales	8.6	13.9	11.4	7.6	7.7	4.6	19.9	29.2	28.4	15.5
Acciones Ordinarias	24.7	43.2	41.5	29.7	22.9	19.2	56.0	72.4	102.3	61.6
TOTAL CAPITAL	33.3	57.1	52.9	37.3	30.6	23.8	75.9	101.6	130.7	77.1
TOTAL SUSCRIPCION CORPORATIVA	138.0	284.8	272.3	274.5	305.5	314.4	584.2	846.1	1,051.8	702.2

Fuente: *Securities Industry Association Fact Book.*

**Tabla 6: Suscripción Valores Corporativos en los Estados Unidos
(Número de Emisiones)**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Deuda Corporativa	692	1,104	876	742	775	721	1,617	2,104	3,231	3,441
Deuda Corporativa	139	207	148	36	63	34	49	65	90	35
Deuda Respaldata en Activos	219	391	501	682	533	585	865	1,134	1,287	1,049
TOTAL DEUDA	1,050	1,702	1,525	1,460	1,371	1,340	2,531	3,303	4,608	4,525
Acciones Preferenciales	131	186	159	125	108	88	152	278	370	114
Acciones Ordinarias	752	1,228	863	425	474	402	867	1,078	1,490	1,053
TOTAL CAPITAL	883	1,414	1,022	550	582	490	1,019	1,356	1,860	1,167
TOTAL SUSCRIPCIONES CORPORATIVAS	1,933	3,116	2,547	2,010	1,953	1,830	3,550	4,659	6,468	5,692

Fuente: *Securities Industry Association Fact Book.*

Tabla 7: Número y Valor de Emisiones Privadas en los Estados Unidos

	(Billones de U.S. Dólares)			(Número de Emisiones ...)		
	Total	Deuda	Capital	Total	Deuda	Capital
1984	45.9	42.3	3.6	1,354	1,244	110
1985	79.7	70.4	9.3	2,185	1,810	375
1986	119.5	107.1	12.4	2,505	2,280	225
1987	134.4	119.9	14.5	2,593	2,397	196
1988	190.6	172.7	17.9	3,355	3,081	274
1989	200.0	168.5	31.5	2,927	2,619	308
1990	131.1	113.6	17.5	2,470	2,267	203
1991	118.1	107.3	10.8	2,920	2,643	277
1992	127.7	112.8	14.9	3,225	2,934	291
1993	192.9	174.2	18.7	4,257	3,933	324
1994	141.0	117.1	23.9	3,139	2,751	388

Fuente: *Securities Industry Association Fact Book*.

**Tabla 8: Valor de Suscripciones de Bonos Municipales a Largo Plazo en los Estados Unidos
(US\$ Billones)**

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Subasta	5.9	10.2	10.0	7.1	7.6	9.2	7.6	11.0	12.6	20.0	15.0
Negociada	69.5	150.8	92.6	64.4	78.1	75.8	78.4	102.1	13.9	175.6	89.2
TOTAL UTILIDAD	75.4	161.0	102.6	71.5	85.7	85.0	86.0	113.1	151.6	195.6	104.2
Subasta	12.6	17.6	23.1	16.3	19.2	20.7	22.7	29.8	32.5	35.6	34.5
Negociada	7.1	22.8	22.6	14.2	12.7	17.2	17.5	28.1	49.0	56.7	23.2
Total Obligación General	19.7	40.4	45.7	30.5	31.9	37.9	40.2	57.9	81.5	92.3	57.7
TOTAL	95.1	201.4	148.3	102.0	117.6	122.9	126.2	171.0	233.1	287.9	161.9

* Excluye bonos municipales gravables y todos los vencimientos inferiores a 13 meses, información anterior a 1986 excluye emisiones inferiores a 5 millones

Fuente: *Securities Industry Association Fact Book*.

Tabla 9: Número de Suscripciones de Bonos Municipales a Largo Plazo en los Estados Unidos*
(Número de Emisiones)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Subasta	362	749	665	738	771	710	834	1,004	1,045	831
Negociada	3,871	2,764	2,588	3,233	3,825	3,431	4,140	5,228	5,588	4,577
TOTAL UTILIDAD	4,233	3,513	3,253	3,971	4,596	4,141	4,974	6,232	6,633	5,408
Subasta	747	2,854	2,434	2,746	2,793	2,801	3,225	3,146	3,499	3,171
Negociada	626	1,058	1,141	1,258	1,519	1,568	2,369	3,013	3,531	2,187
TOTAL OBLIGACION GENERAL	1,373	3,912	3,575	4,004	4,312	4,369	5,594	6,159	7,030	5,358
TOTAL BONOS	5,606	7,425	6,828	7,975	8,908	8,510	10,568	12,391	13,663	10,766

* Excluye bonos municipales gravables y todos los vencimientos inferiores a 13 meses; información anterior a 1985 excluye emisiones inferiores a 5 millones.

Fuente: *Securities Industry Association Fact Book*.

Tabla 10: Número de Fondos Mutuos: 1980-1994

Año	Fondos de Capital	Fondos de Bonos e Ingresos	Fondos de Mercados Monetarios Gravables	Fondos de Mercdos Monetarios Exentos	Total
1980	228	170	96	10	564
1985	579	492	346	111	1,528
1986	701	654	359	126	1,840
1987	846	930	388	153	2,317
1988	1,016	1,094	431	174	2,715
1989	1,080	1,173	463	201	2,917
1990	1,127	1,235	508	235	3,105
1991	1,217	1,389	554	267	3,427
1992	1,356	1,629	586	279	3,850
1993	1,615	2,023	628	292	4,558
1994	1,944	2,450	644	319	5,357

Fuente: *Investment Company Institute Mutual Fund Fact Book*

Tabla 11: Activos de la Industria de Fondos Mutuos: 1970-1994
(US\$ Billones)

Año	Fondos de Capital	Fondos de Bonos e Ingresos	Fondos Mercado Monetario Gravable	Fondos Mercado Monetario Exento	Total
1970	45.1	2.5	-	-	7.6
1975	37.5	4.7	3.7	-	45.9
1980	44.4	14.0	74.5	1.9	134.8
1985	116.9	134.8	207.5	36.3	495.5
1986	161.5	262.6	228.3	63.8	716.2
1987	180.7	273.1	254.7	61.4	769.9
1988	194.8	277.5	272.3	65.7	810.3
1989	249.1	304.8	358.7	69.4	982.0
1990	245.8	322.7	414.7	83.6	1,066.8
1991	411.6	441.4	452.6	89.9	1,395.5
1992	522.8	577.3	451.4	94.8	1,646.3
1993	749.0	761.1	461.9	103.4	2,075.4
1994	866.5	684.0	500.4	110.6	2,161.5

Fuente: *Investment Company Institute Mutual Fund Fact Book*

**Tabla 12: Distribución de Activos de Fondos Mutuos en Fondos de Capital y Bonos e Ingresos
Finales de Año, 1980-1994**

Año	Total Neto Activos US\$ Billones	Percent Distribution					
		Efectivo Neto & Equivalente	Bonos Corpora- tivos	Acciones Corporativas	Bonos Munici- pales	Del Gobierno de los E.E.U.U. a Largo Plazo	Otros
1980	58.4	9.1	11.3	72.1	4.9	2.4	0.2
1981	55.2	9.5	13.6	67.1	5.5	3.9	0.4
1982	76.8	7.9	14.1	64.2	8.8	4.9	0.1
1983	113.6	7.3	11.5	65.5	11.8	3.4	0.5
1984	137.1	8.7	11.0	60.7	13.5	5.8	0.3
1985	251.7	8.2	9.9	49.1	15.2	17.3	0.3
1986	424.1	7.3	11.2	37.9	16.7	26.3	0.6
1987	453.8	8.4	9.2	40.1	15.1	26.4	0.8
1988	472.3	9.5	11.5	38.0	18.2	22.0	0.8
1989	553.8	8.1	9.6	44.4	15.3	21.3	1.3
1990	568.5	8.5	7.8	38.6	20.9	22.6	1.6
1991	853.1	7.1	10.2	45.1	17.5	19.1	1.0
1992	1,100.1	6.8	10.5	44.6	17.4	20.4	0.3
1993	1,510.0	6.6	11.3	47.2	16.5	18.1	0.3
1994	1,550.5	7.8	10.1	53.5	13.6	14.3	0.7

Fuente: *Investment Company Institute Mutual Fund Fact Book*

Tabla 13: Cuentas de Accionistas de la Industria de Fondos Mutuos: 1980-1994
(US\$ Millions)

Año	Fondos de Capital*	Fondos de Bonos e Ingresos	Fondos Mercado Monetario Gravable	Fondos Mercado Monetario Exento	Total
1980	5.8	1.5	4.8	-	9.8
1985	11.5	8.3	14.4	0.5	34.7
1986	16.6	13.2	15.6	0.7	46.1
1987	21.4	15.5	16.8	0.8	54.5
1988	20.6	15.6	17.6	0.9	54.7
1989	21.5	15.4	20.2	1.1	58.2
1990	23.0	16.6	21.6	1.4	62.6
1991	26.1	18.9	21.9	1.7	68.6
1992	33.2	23.4	21.8	1.9	80.3
1993	42.5	27.5	21.6	2.0	93.6
1994	59.1	30.5	23.3	2.0	114.9

Los fondos de Capital no se pueden contar separadamente de los fondos de bonos e ingresos antes de 1978.

Fuente: *Investment Company Institute Mutual Fund Fact Book*

Tabla 14: Ventas de los Fondos Mutuos en los Estados Unidos
(Billones de US Dólares)

	Total		Capital		Bonos e Ingresos	
	Total Ventas	Ventas Netas	Total Ventas	Ventas Netas	Total Ventas	Ventas Netas
1983	40.3	25.6	22.1	13.2	18.2	12.4
1984	45.9	25.8	20.3	9.4	25.5	16.5
1985	114.3	80.6	30.1	11.9	84.2	68.6
1986	215.8	148.8	57.7	30.5	158.1	118.3
1987	190.6	74.4	72.1	31.9	118.6	42.5
1988	95.3	2.8	31.0	(3.8)	64.3	6.6
1989	125.7	34.1	54.5	16.2	71.2	17.9
1990	149.5	51.3	71.2	25.7	78.3	25.5
1991	236.6	120.3	98.6	44.4	138.1	76.0
1992	364.4	198.9	144.7	82.2	219.7	116.7
1993	511.6	280.2	228.8	135.9	282.8	144.3
1994	474.3	144.6	271.1	129.1	203.3	15.4

Fuente: *Investment Company Institute Mutual Fund Fact Book*

Bibliografia

Atkin, Michael y Chuppe, Terry, "Regulation of Securities Markets: Some Recent Trends and Their Implications for Emerging Markets," Policy Research Working Paper, WPS 829, The World Bank and International Finance Corporation, Washington, D.C., Enero 1992.

Bank for International Settlements Annual Report: 1994, Basle, Switzerland.

Chuppe, Terry M., Haworth, Hugh, Watkins, Marvin, "Global Finance: Causes, Consequences, and Prospects for the Future," Global Finance Journal, Volumen 1, Número 1, JAI Press, Greenwich, Connecticut, Otoño de 1989.

Economic Report of the President, Washington, D.C., 1995.

The Emerging Asian Bond Market, El Banco Mundial, Washington, D.C., Junio 1995.

Emerging Markets Fact Book: 1995, International Finance Corporation, Washington, D.C.

Federal Register, Rules and Regulations for Fiduciary Responsibility; Investment of Plan Assets Under the "Prudence" Rule, Vol. 44, No. 124, Washington, D.C. Junio 26, 1979.

Federal Reserve Bulletin, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Washington, D.C., Septiembre 1995.

Federal Reserve Flow of Fund Accounts, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Washington, D.C.

Fundamentals of Municipal Bonds, Asociación de Valores Públicos, Washington, D.C., 1990.

The Government Securities Act of 1985, Informe de la Cámara de Representantes, 99-258, 99o. Congreso, 1a. Sesión, Washington, D.C., Septiembre 9 de 1985.

The Government Securities Act of 1986, Informe del Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de los Estados Unidos, S.1416, 99o. Congreso, 2a. Sesión, Informe del Senado 99-426, Washington, D.C., Septiembre 3 de 1986.

Institutional Investors Fact Book, Bolsa de Valores de Nueva York, Nueva York, N.Y., Enero de 1991.

Joint Report on the Government Securities Market, Departamento de Hacienda, Comisión de Valores y Bolsas y Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Imprenta Oficial del Gobierno de los Estados Unidos, Washington, D.C., Enero de 1992.

Life Insurance Company Fact Book, Washington, D.C., 1994

Loss, Louis y Seligman, Joel, Fundamentals of Securities Regulation, Tercera Edición, Little Brown and Company, New York, N.Y., 1995.

Lykos, Thomas, The Government Securities Act of 1986: A Historical Perspective, Practising Law Institute, New York, N.Y., 1987.

Mutual Fund Fact Book, Investment Company Institute, Washington, D.C., 1995.

O'Neil, Leo, Rating Agencies and Securities Market Development, Standard and Poors Rating Group, 1991.

Overview of the Public Securities Market, Part 4, Asociación de Valores Públicos, Washington, D.C., 1994.

Pozen, Robert, "U.S. Institutional Investors and Asian Debt Securities," Documento del Consejo General y Director Administrativo de Fidelidad de Inversiones, Boston, Agosto 5 de 1992.

Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation, División de la Dirección de Investigación, Comisión Norteamericana de Valores y Bolsas, Washington, D.C., Mayo de 1992.

Prudence Rule and Pension Plan Investments Under ERISA, U.S. Department of Labor Booklet, Washington, D.C., 1994.

Reforming Federal Deposit Insurance, Estudio del Despacho de Presupuesto del Congreso, Congreso de los Estados Unidos, Washington, D.C., Septiembre de 1990.

Rosen, Robert, Pollak, Irving, and Simon, Wayne, International Securities Regulation, Binder 5: The United States, Oceana Publications, Inc., 1995.

"The Regulation of Investment Companies in the United States," Documento preparado Por la División de la Dirección de Investigación, Third Annual International Institute for Securities Market Development Training Conference, Washington, D.C., Abril 26 - Mayo 7 de 1995.

Securities Industry Association Fact Book for 1995, Asociación de la Industria de Valores, Nueva York, N.Y.

Study of the Effectiveness of the Implementation of the Government Securities Act of 1986, Preparado por el Departamento de Hacienda, Comisión de Valores y Bolsas, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Washington, D.C., Octubre de 1990.

Study of Mutual Funds, Wharton School of Finance and Commerce, Informe del Comité de Comercio Interestatal y Extranjero, 87o. Congreso, 2a. Sesión, Washington, D.C., Agosto 28 de 1962.

U.S. Government Securities: More Transaction Information and Investor Protection Measures are Needed, U.S. Informe de la Oficina General de Contabilidad de los Estados Unidos a los Comités del Congreso, Washington, D.C., Septiembre de 1990.

Cuadro 1
Asignación a Mercados Emergentes
como Porcentaje del Total de Inversiones Internacionales: 1989 - 1995

Fuente: *Sixth Annual Emerging Securities Markets Investment Survey, Klieman International Consultants*, julio de 1995

Cuadro 2
Asignación a Mercados Emergentes de Capital por Región*

Sur Asia	Cuenca del Pacífico	América Latina	Europa Emergente	Medio Oriente/Africa
-------------	------------------------	-------------------	---------------------	-------------------------

* Como porcentaje del total de asignación a mercados emergentes
Fuente: *Sixth Annual Emerging Securities Market Investment Survey, Kleiman International Consultants*, julio de 1995

Tabla 1
Índice de Mercados IFC Seleccionados:
Ganancias de Capital a Largo Plazo en Acciones Inscritas

Mercado	Impuesto Ganancias de Capital (%) 1988	Impuesto Ganancias de Capital (%) 1994
---------	---	---

Fuente: *Emerging Stock Markets Factbook*, Ediciones 1989 y 1995, IFC.

Cuadro 2
Total en Circulación Deuda en Moneda Local y Bonos
en Mercados Emergentes (US\$ billones)

Fuente: *Emerging Bond and Money Market Guide*: Edición 1995. *Kleiman International Consultants, Inc.*

Tabla 2
Clasificaciones Mundiales:
Niveles a final de 1994

Mercado	Capitalización del Mercado	Valor Total Negociado	Número de Compañías Inscritas
---------	----------------------------	-----------------------	-------------------------------

* NC: no clasificadas dentro de las primeras 40
 Fuente: *Emerging Stock Markets Factbook, 1995. IFC*

Tabla 3
Concentración del Mercado: Mercados IFC Seleccionados

Mercado	10 Mayores Acciones/ Capitalización del Mercado	10 Más Activas Acciones/ Capitalización del Mercado	Mayor Sector Individual/ Capitalización del Mercado
---------	--	--	--

Fuente: *Emerging Stock Markets Factbook, 1995. IFC*

Tabla 4
Retención en la Fuente Bonos en Moneda Local:
 Mercados Seleccionados

Mercado	Tasa de Interés para FII's *
---------	------------------------------

* Las tasas se pueden reducir por debajo del doble de los tratados de tributación
Fuente: *Emerging Bond and Money Market Guide*: Edición 1995

Cuadro 4
Impuestos a los Mercados Emergentes en Deuda y Bonos
en Moneda Local*

* Porcentaje del universo de 74 mercados emergentes cubiertos
Fuente: *Emerging Bond and Money Market Guide*: Edición 1995

Anexo 1

Compañías de Valores y Asesores en Pensiones Participantes
 en Estudios de Inversión en Mercados Emergentes de Valores, 1989 -1995
 Publicado por *Kleiman International Consultants, Inc.*

AIG Global Investors	Administrador Fondo Mutuo
Alliance Capital	Administrador Fondo Mutuo
Barra	Asesor Fondo Pensiones
Baring Securities	Corredor Internacional
Batterymarch	Administrador Fondo Mutuo
Buchanan Partners	Administrador Fondo Mutuo
James Capel	Corredor Internacional
Capital International	Administrador Fondo Mutuo
Crosby Securities	Corredor Internacional
Emerging Markets Investors Corp.	Administrador Fondo Mutuo & Pensiones
Fidelity	Administrador Fondo Mutuo
Fiduciary Trust Company Interntl.	Administrador Fondo Mutuo & Pensiones
Fleming	Administrador Fondo Mutuo
Foreign and Colonial	Administrador Fondo Mutuo & Pensiones
Gartmore	Administrador Fondo Mutuo
Genesis	Administrador Fondo Mutuo
Grantham, Mayo, van Otterloo	Administrador Fondo Mutuo
GT Management	Administrador Fondo Mutuo
Henderson	Administrador Fondo Mutuo
HSBC Asset Management	Administrador Fondo Mutuo
Invesco	Administrador Fondo Mutuo
Ivory & Sime	Administrador Fondo Mutuo
Kleinwort Benson	Administrador Fondo Mutuo
Lazard Freres	Administrador Fondo Mutuo
Lehman Brothers	Corredor Internacional
Lloyds Investment	Administrador Fondo Mutuo
Marc Faber Limited	Administrador Fondo Mutuo
Martin Currie	Administrador Fondo Mutuo
Mercury Asset Management	Administrador Fondo Mutuo & Pensiones
Merrill Lynch	Administrador Fondo Mutuo/Corredor Intl.
Mercator	Administrador Fondo Mutuo
Montgomery Asset Management	Administrador Fondo Mutuo
JP Morgan	Administrador Fondo Mutuo
New Japan Securities	Administrador Fondo Mutuo
Newport Pacific	Administrador Fondo Mutuo
RCB International	Administrador Fondo Mutuo
Rothschild	Administrador Fondo Mutuo

Rogers, Casey
T. Rowe Price
Frank Russell

Scudder, Stevens & Clark
S-E Banken
State Street Bank

Schroder
Smith New Court
Templeton
Trust Company of the West
Yamaichi
Wellington

Asesor Fondo Pensiones
Administrador Fondo Mutuo
Administrador Fondo Mutuo/
Asesor Fondo Pensiones
Administrador Fondo Mutuo
Administrador Fondo Mutuo
Administrador Fondo Mutuo/
Banco Custodio
Administrador Fondo Mutuo
Corredor Internacional
Administrador Fondo Mutuo
Administrador Fondo Mutuo & Pensiones
Administrador Fondo Mutuo
Administrador Fondo Mutuo

Anexo 2

MATRIZ DE RIESGO DEL PAIS: INDICADORES SELECCIONADOS

Doméstico	Externo	Político	Social	Operativo
Crecimiento Efectivo PIB	Tasa de Cambio	Dedicación a mercados libres	Desempleo	Institucional/ Viabilidad Legal
Crecimiento Efectivo Per Cápita	Balanza de Pagos	Responsabilidad Fiscal	Pobreza	Facil Ingreso
Inflación	Paridad Poder Adquisitivo	Estructuras Institucionales	Distribución de riqueza	
Inversión/Coeficiente PIB	Cuenta Corriente	Transiciones pacíficas	Educación	Solvencia del Corredor y Habilidad
Ahorros/Coeficiente PIB	Cuenta de Capital	Cambios de gabinete	Alfabetismo	Transparencia
Output del cliente	Exportaciones/PIB	Ciclo electoral	Salud/Nutrición	Divulgación
Output del negocio	Tipo de Exportacs.	Coherencia del gabinete	Expect.de vida	Estándares de
Commodity output	Total deuda externa	Relaciones diplomáticas	Urban vs.Rural	Responsabilidad
Sector Público vs. Privado	Servicio deuda ext.	Ley o orden	Comunicacs.	Infraestructura mercado
Privatización	Registro servicio deuda	Compromiso de reforma	Vivienda	Obligaciones tributarias
Economía informal	Reservas Internales.	Apoyo legislativo a reformas	Derechos Trabajador/ Ciudadano	Igual tratamiento
Oferta monetaria	Deuda/exportaciones		Ambiente	Liquidez
Balance fiscal	Relaciones externas	Integridad funcionarios	Servicios públicos	Liquidación

Fuente: Kleiman International Consultants, Inc.

Anexo 2

**MATRIZ DE RIESGO DEL PAIS:
INDICADORES SELECCIONADOS**

Doméstico	Externo	Político	Social	Operativo
Crecimiento Efectivo PIB Crecimiento Efectivo Per Cápita Inflación	Tasa de Cambio Balanza de Pagos Paridad Poder Adquisitivo Cuenta Corriente	Dedicación a mercados libres Responsabilidad Fiscal Estructuras Institucionales Transiciones pacíficas	Desempleo Pobreza Distribución de riqueza Educación	Institucional/ Viabilidad Legal Facil Ingreso Solvencia del Corredor y Habilidad
Inversión/Coeficiente PIB				
Ahorros/Coeficiente PIB Output del cliente Output del negocio Commodity output	Cuenta de Capital Exportaciones/PIB Tipo de Exportacs. Total deuda externa	Cambios de gabinete Ciclo electoral Coherencia del gabinete Relaciones diplomáticas	Alfabetismo Salud/Nutrición Expect.de vida Urban vs.Rural	Transparencia Divulgación Estándares de Responsabilidad
Sector Público vs. Privado	Servicio deuda ext.	Ley o orden	Comunicacs.	Infrestructura mercado
Privatización	Registro servicio deuda Reservas Internales.	Compromiso de reforma Apoyo legislativo a reformas	Vivienda	Obligaciones tributarias Iguat tratamiento
Economía informal			Derechos Trabajador/ Ciudadano Ambiente Servicios públicos	
Oferta monetaria Balance fiscal	Deuda/exportaciones Relaciones externas	Integridad funcionarios		Liquidez Liquidación
Fuente:	Kleiman	Internacional	Consultants,	Inc.

Anexo 33
Portafolio Flujos de Capital a Mercados Emergentes (US\$ millones)

* 1994 estimado

Fuente: Banco Mundial, 1995 *Fund Flows to Developing Countries*

Bibliografía

Barings Securities. Septiembre de 1995. "The Financial Silk Road -- A Fifth Wave of Global Money". Cross

Emerging Markets Traders Association. *Border Equity Flows, Vol. 1*. Londres Mayo 1, 1995. *1994 Debt Trading Volume Survey*. Nueva York.

International Finance Corporation. 1995. *Emerging Stock Markets Factbook 1995*. Washington, D.C.

International Finance Corporation. 1989. *Emerging Stock Markets Factbook 1995*. Washington, D.C.

Kleiman International Consultants, Inc. Agosto de 1995. *Emerging Bond and Money Markets Guide*. Edición 1995. Washington, D.C.

Kleiman International Consultants, Inc. 1989-95. "Emerging Securities Markets Investment: Annual Surveys 1989-1995". Nueva York y Washington, D.C.

Kleiman International Consultants, Inc. Julio de 1995. "Emerging Securities Markets Investment: Sixth Annual Survey." Washington, D.C.

Micropal Limited. Octubre de 1995. *Micropal Emerging Market Fund Monitor*. Editado por *Emerging Market Fund Research*, Glen Alle, Virginia. Londres

El Banco Mundial. 1994. *World Debt Tables, 1994*. Washington, D.C.