



**Conferencia de las
Naciones Unidas sobre
Comercio y Desarrollo**

Distr.
GENERAL

TD/B/SEM.2/2
10 de abril de 1997

ESPAÑOL
Original: INGLÉS

JUNTA DE COMERCIO Y DESARROLLO
Seminario Experimental sobre la movilización
del sector privado con objeto de estimular
las corrientes de inversión extranjera
hacia los países menos adelantados (PMA)
"Posibilidades de inversión en los mercados
preemergentes" (UNCTAD/ONUDI)
Ginebra, 23 a 25 de junio de 1997
Tema 3 del programa provisional

EXAMEN DE LAS CUESTIONES RELACIONADAS CON LA MOVILIZACION
DEL SECTOR PRIVADO CON OBJETO DE ESTIMULAR LAS CORRIENTES
DE INVERSION EXTRANJERA HACIA LOS PAISES MENOS ADELANTADOS

Nota de la secretaría de la UNCTAD

INDICE

	<u>Párrafos</u>	<u>Página</u>
INTRODUCCION	1 - 6	2
I. TIPOS DE LOS VECTORES DE INVERSION	7 - 27	3
II. PERSPECTIVAS DE INVERSION DE CAPITAL EXTRANJERO EN LOS PMA Y FACTORES DETERMINANTES	28 - 41	10
III. DETERMINACION DE LAS POSIBILIDADES DE INVERSION EN LOS PMA	42 - 45	13
IV. ORGANIZACION DE LOS TRABAJOS	46 - 47	14

INTRODUCCION

1. En el documento "Una asociación para el crecimiento y el desarrollo", aprobado en la IX UNCTAD, se convino en que, entre otras actividades, la UNCTAD procuraría "facilitar, dentro de los límites de los recursos disponibles, la celebración de un seminario experimental, copatrocinado por otras organizaciones internacionales competentes, sobre la movilización del sector privado con objeto de estimular las corrientes de inversión extranjera hacia los países menos adelantados. Los resultados de ese seminario deberían ser evaluados por la Junta de Comercio y Desarrollo con objeto de decidir las medidas que convenga adoptar al respecto" (párr. 89 g) del documento TD/378).
2. En armonía con este mandato, el Secretario General de la UNCTAD y el Director General de la ONUDI anunciaron, en un comunicado hecho público el 25 de julio de 1996, que las dos organizaciones patrocinaban conjuntamente el seminario experimental teniendo en cuenta el carácter complementario de la actividad de ambas y su especialización respectiva. Invitaron también a otras organizaciones internacionales a participar en los trabajos del seminario.
3. De conformidad con el amplio mandato expuesto en "Una asociación para el crecimiento y el desarrollo", la presente nota tiene por objeto definir los problemas y dar a las deliberaciones del seminario una orientación precisa de carácter práctico.
4. Las cuestiones que serán objeto de examen en el seminario guardan relación con las posibilidades de inversión de capital extranjero en los PMA y con los factores determinantes de esas operaciones. Hay que distinguir al respecto entre la entrada de capital extranjero y las tradicionales inversiones directas de las empresas transnacionales; se trata en el primer caso de técnicas financieras innovadoras que permiten constituir fondos de inversión en el capital social, entre ellos fondos de inversión en países concretos y fondos de capital de riesgo.
5. Se examinarán las cuestiones siguientes:
 - a) la posibilidad de utilizar modalidades diversas de técnicas financieras innovadoras (fondos de inversión en países concretos y fondos de capital de riesgo) a fin de movilizar capitales extranjeros con destino a operaciones de riesgo en los PMA;
 - b) las perspectivas de inversión de capital extranjero en los PMA y los factores determinantes;
 - c) la determinación de las posibilidades de inversión en los PMA, país por país y sector por sector;
 - d) las condiciones que han de concurrir para la constitución de fondos de inversión en los PMA y la determinación de las actividades de cooperación técnica.

6. La presente nota versa sobre las tres primeras cuestiones; las condiciones mencionadas en el cuarto apartado surgirán de las deliberaciones sostenidas en el seminario. Corresponderá a los participantes determinar los sectores de inversión en los PMA que podrán ser objeto de ulteriores estudios de viabilidad, así como determinar los sectores en los que será necesario desplegar actividades de cooperación técnica para conseguir que las condiciones contribuyan al fomento de la inversión extranjera.

I. TIPOS DE LOS VECTORES DE INVERSION

Marco de actividad

7. En estos últimos años se ha estudiado con particular interés la participación, en los mercados emergentes, de las inversiones extranjeras distintas de las IED en la financiación del sector empresarial de diversos países. Las entradas de capital distintas de las IED son principalmente inversiones accionariales en el capital de empresas que operan en los mercados emergentes. Estas inversiones son realizadas por instituciones financieras, inversionistas institucionales (entre ellos fondos de pensiones, compañías de seguros o fondos mutuos de inversión) o por particulares que esperan obtener beneficios financieros de estas inversiones.

8. La tendencia observada en las corrientes de las inversiones accionariales extranjeras efectuadas en países en desarrollo en años recientes pone de manifiesto que estas corrientes se están convirtiendo en una fuente importante de financiación exterior con destino a la inversión. Durante los tres años de 1993 a 1995 el total de las corrientes de inversión en capital social con inclusión de las modalidades análogas de inversión, entre ellas las obligaciones convertibles y las obligaciones garantizadas por certificados de opción, fue equivalente a cerca de la mitad de las IED realizadas en países en desarrollo y en países en transición ¹. El aumento de las inversiones accionariales en los mercados emergentes tuvo efecto cuando se registraban modificaciones estructurales en los mercados internacionales de capital y en las economías de los países receptores.

9. El período más reciente se ha caracterizado por un proceso aparentemente irreversible de mundialización de los mercados financieros. La liberalización de los mercados financieros, así como los progresos de las técnicas de información y comunicación, han hecho posible que las transferencias transfronterizas de capital circulen fluidamente entre las distintas partes del mundo. El volumen de estas inversiones de capital ha aumentado también con rapidez a causa de la participación de los inversionistas institucionales en los mercados. La importancia cada vez mayor de los inversionistas institucionales, reforzada en los países de la OCDE por factores demográficos e institucionales, ha tenido como consecuencia modificar el carácter de los mercados financieros. Se ha calculado que las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los fondos mutuos de los seis mayores países industriales tenían en conjunto en 1993 economías cuya cuantía se acercaba a 20 billones de dólares de

los EE.UU.². En comparación, la capitalización global en el mercado de las inversiones accionariales era en el mismo año de 14,1 billones de dólares de los EE.UU. Se calcula, sin embargo, que, en promedio, la parte correspondiente a los títulos de cartera de los inversionistas institucionales sólo es de un 1%³. Es posible, pues, aumentar todavía más las inversiones de capital extranjero en los mercados emergentes.

10. De 1985 a 1995 la capitalización en los mercados emergentes de valores se acrecentó más de diez veces: de 171.000 millones a 1,9 billones de dólares de los EE.UU., y el ritmo de crecimiento fue mucho más rápido que el de los mercados desarrollados. Como consecuencia de ello, la parte correspondiente a los mercados emergentes en la capitalización de los mercados mundiales de valores aumentó de un 3,6 a un 12,6%. Al final de 1995, existían y operaban en los mercados emergentes más de 17.000 empresas, cifra equivalente a alrededor del 90% del número de las empresas existentes en los mercados desarrollados.

11. La inversión extranjera en capital social se hace mediante compras directas, por particulares inversionistas, de acciones de las empresas inscritas en las bolsas de valores de los mercados emergentes, mediante adquisiciones de ofertas internacionales de participación en capital (entre ellas recibos de depósito norteamericanos (RDN) o recibos de depósito global (RDG)) hechas por empresas de los mercados emergentes en los mercados internacionales de capital o mediante inversiones a través de fondos de inversión en países concretos o de fondos de capital de riesgo. Las dos primeras formas de inversión son menos frecuentes en los países de renta baja. Los mercados de valores de estos países que ya existen se hallan en fase de formación y, por consiguiente, se caracterizan a menudo por la falta de liquidez y su inestabilidad; por ello, los particulares inversionistas no asumen el riesgo de invertir directamente, pues no están tan bien informados como los inversionistas institucionales profesionales. Por lo general, los RDN y los RDG sólo están al alcance de grandes empresas de mucho renombre activas en mercados emergentes bastante desarrollados y capaces de cumplir las rigurosas normas de publicidad e información que se aplican a las emisiones internacionales de acciones. Los fondos de inversión en países concretos y los fondos de capital de riesgo son, pues, las formas más corrientes de inversión en el capital de empresas de países en desarrollo de las que pueden beneficiarse los PMA.

Fondos de inversión en países concretos⁴

12. Se ha producido un auge repentino de las inversiones efectuadas en los mercados emergentes a través de los fondos mutuos de inversión. De 1984 a 1996 el número total de los fondos internacionales de inversión en los mercados emergentes pasó de 10 a 1.435; el valor de los activos netos de dichos fondos aumentó de 1.300 millones a 135.000 millones de dólares de los EE.UU. En 1996 existían 298 fondos globales, 775 fondos en Asia, 239 en la América Latina, 88 en los mercados europeos emergentes y 35 en Africa y el Oriente Medio (véase el cuadro 1). Corresponde a Asia la mayor parte del valor total de los activos netos de los fondos de inversión en los mercados emergentes (48%); se sitúan a continuación la América Latina (el 10,5%) y los

mercados europeos emergentes (el 3%); en cambio, corresponde a Africa y el Oriente Medio el 1% solamente. La distribución de estos fondos de inversión está, pues, intensamente orientada hacia los mercados emergentes con una gran capitalización del mercado o con considerables perspectivas de crecimiento.

Cuadro 1

Fondos internacionales de inversión en capital de los mercados emergentes:
activos netos totales de los fondos globales, regionales y de países
concretos (en millones de dólares de los EE.UU.)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	*1996	No de fondos**
	400	1 234	1 750	3 100	4 000	5 350	8 000	21 500	32 661	34 800	40 125	375
Bangladesh	0	0	0	0	0	0	0	0	20	21	31	1
China y concepto												
China	0	51	47	50	60	110	1 300	3 220	4 000	5 914	6 680	108
India	200	208	270	300	830	970	1 090	2 055	4 195	3 000	3 450	60
Indonesia	0	0	35	260	525	400	440	860	729	680	597	27
Cosca, República de	700	885	990	1 215	1 205	1 310	1 710	3 420	5 406	5 700	5 150	94
Malasia	0	56	75	240	505	600	620	995	1 345	918	875	20
	0	0	0	0	0	0	0	0	25	28	60	2
<u>Fondos regionales asiáticos</u>	0	0	0	0	0	65	65	310	276	113	98	6
Filipinas	15	39	45	280	240	290	350	670	655	551	654	13
Sri Lanka	0	0	0	0	0	0	0	30	58	41	32	3
Provincia china de Taiwán	136	151	380	600	475	890	925	1 860	3 028	2 750	3 953	29
Tailandia	165	170	845	1 390	1 400	1 580	1 920	2 860	2 862	3 000	2 855	31
Viet Nam	0	0	0	0	0	10	30	50	273	368	386	6
Fondos regionales y de países asiáticos	1 616	2 794	4 437	7 435	9 240	11 575	16 450	37 830	55 533	57 884	64 946	775
<u>Fondos regionales latinoamericanos</u>	0	0	0	175	380	1 510	2 000	5 200	10 919	8 500	9 750	155
Argentina	0	0	0	0	0	115	105	170	214	212	230	6
Brasil	0	63	220	320	165	380	485	625	1 854	1 350	1 497	53
Chile	0	0	0	160	380	740	850	1 115	1 683	1 620	1 200	7
Colombia	0	0	0	0	0	0	17	63	33	28	40	2
México	200	225	300	330	530	780	1 040	1 865	1 783	1 060	1 348	12
Paraguay	0	0	0	0	0	0	20	30	52	41	48	3
Venezuela	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Fondos regionales y de países latinoamericanos	200	288	520	985	1 455	3 525	4 517	9 068	16 538	12 812	14 114	239
<u>Fondos regionales europeos</u>	0	0	0	15	103	127	150	168	792	977	1 950	40
Repúblicas bálticas	0	0	0	0	0	0	0	0	15	34	43	2
República Checa	0	0	0	0	0	0	29	30	132	165	244	7
Eslovaquia	0	0	70	70	130	120	100	95	78	70	73	1
Hungría	0	0	0	75	191	200	205	205	230	201	240	2

Cuadro 1 (continuación)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	*1996	No de fondos**
<i>Polonia</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	80	2
<i>Portugal</i>	0	25	50	225	230	225	225	275	324	323	306	5
<i>Federación de Rusia</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	222	488	1 250	26
<i>Turquía</i>	0	0	0	115	115	90	80	145	119	113	130	3
<i>Fondos regionales y de países europeos</i>	0	25	120	500	769	762	789	918	1 912	2 389	4 316	88
<i>Fondos regionales africanos y del Oriente Medio</i>	0	0	0	0	0	0	0	30	323	440	468	15
<i>Egipto</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	150	3
<i>Mauricio</i>	0	0	0	0	0	0	0	18	34	28	24	1
<i>Marruecos</i>	0	0	0	0	0	0	0	2	58	43	46	3
<i>Omán</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	26	26	30	1
<i>África</i>	80	100	115	125	500	550	665	595	935	1 085	1 062	12
<i>Fondos regionales y de países africanos y del Oriente Medio</i>	80	100	115	125	500	550	665	645	1 376	1 622	1 780	35
<i>Total, fondos regionales y de países</i>	1 896	3 207	5 192	9 045	11 964	16 412	22 421	48 461	75 359	74 707	85 156	1 137
<i>Fondos globales</i>	70	592	900	1 350	2 300	3 750	7 750	24 750	34 716	36 000	49 500	298
<i>Total, fondos regionales, de países y globales</i>	1 966	3 799	6 092	10 395	14 264	20 162	30 171	73 211	110 075	110 707	134 656	1 435

* Todos los datos están referidos al 31 de diciembre, salvo los de 1996 referidos al 20 de septiembre.

** Número de fondos en fecha 30 de septiembre de 1996.

Fuente: Micropal.

Nota: La denominación "país" abarca tanto los países como los territorios.

13. Los fondos mutuos -globales, regionales o en un país concreto- se han convertido en la forma más popular de inversión accionarial de cartera en los mercados emergentes. El concepto de fondo mutuo se basa en una gran colectividad de inversionistas y en la inversión gestionada de sus fondos en activos financieros, primordialmente en forma de instrumentos monetarios y de mercado de capitales. Con frecuencia, los fondos negocian sus participaciones en una bolsa de valores distinta del mercado en el que está invertido el dinero. Los fondos están domiciliados en la bolsa matriz cuando se negocian en el mismo mercado en el que están invertidos.

14. Los fondos mutuos pueden proponerse obtener ingresos, una apreciación del capital o un crecimiento equilibrado mediante la inversión en diversos instrumentos. Hay dos tipos de fondos mutuos en capital social: fondos de composición abierta y fondos de composición fija. Los segundos emiten un

3número fijo de acciones; en cambio, el número de las acciones ofrecidas por los fondos de composición abierta varía según la demanda. Además, los fondos de composición abierta deben redimir las reclamaciones contra petición, lo que explica los índices de giro mucho más elevados de los fondos de composición abierta en comparación con los de composición fija. Por este motivo, los fondos de composición abierta tienden a invertir en empresas más grandes que ofrecen títulos de mayor liquidez.

15. En el caso de los fondos de composición fija, no existe la obligación de atender a solicitudes de redención ni deben ampliarse los fondos para satisfacer las demandas de inversionistas deseosos de suscribir nuevas acciones; por estos motivos, estos fondos tienen una estructura que confiere mayor estabilidad a las inversiones y reacciona sin excesivo vigor en respuesta a la inestabilidad de los mercados. En algunos casos, se contrae el compromiso de mantener capital en un fondo de composición fija durante un plazo de diez años o más y la inversión puede hacerse en valores menos conocidos y de menor liquidez. Sin embargo, los fondos de composición fija ajustarán por supuesto su cartera de inversiones en los mercados emergentes mediante la venta y la compra de valores del país de manera que contribuya a la obtención de los mayores beneficios posibles de su cartera.

16. Desde que el primer fondo de un mercado emergente, el fondo México, comenzó a operar con su inscripción en la Bolsa de Valores de Nueva York en 1981, los fondos de composición fija se han convertido en la forma dominante de las inversiones en los mercados emergentes. En un principio, los fondos nacionales de composición fija se crearon con la finalidad de realizar inversiones en países de los que quedaban virtualmente excluidas las inversiones extranjeras (por ejemplo, el fondo de la República de Corea creado en 1984) o en países en los que los inversionistas extranjeros tropezaban con dificultades administrativas en la actividad de inversión. La Corporación Financiera Internacional (CFI) ha sido uno de los principales patrocinadores de muchos fondos de composición fija que han comprado valores en los mercados emergentes. La Corporación para el Desarrollo del Commonwealth ha creado también varios fondos para realizar inversiones en mercados emergentes. Han establecido también fondos de composición abierta bancos de inversión, entidades de gestión de inversiones, gobiernos de los países receptores (con aportaciones de instituciones financieras multilaterales y de inversionistas privados) o agrupaciones de particulares inversionistas.

17. Los fondos de inversión en países concretos funcionan casi siempre en países con mercados de valores. Las inversiones se hacen en empresas inscritas y, en ocasiones, en empresas no inscritas con la esperanza de obtener plusvalías de capital gracias a la inscripción ulterior de esas empresas en los mercados de valores cuando expire el plazo de vencimiento. Algunos fondos de inversión en países concretos (entre ellos los fondos del Viet Nam) se han creado para realizar inversiones en países en desarrollo que no han organizado un mercado estructurado de valores, anticipándose al establecimiento de un mercado de valores que permitirá desprenderse de las acciones.

18. Un análisis de las motivaciones de los inversionistas ⁵ indica que, entre los factores que determinan la selección de los mercados por los inversionistas, los citados con mayor frecuencia son los tres siguientes: el potencial de crecimiento, un medio favorable a la inversión extranjera (estabilidad política y macroeconómica, protección de los inversionistas) y facilidades para la repatriación del capital y los ingresos. Conviene también tener presentes otros factores: la liquidez del mercado, la evolución del mercado del país (inestabilidad) y la evaluación de la moneda del país (evaluación en exceso o inadecuada).

Fondos de capital de riesgo ⁶

19. El capital de riesgo (CR) suele proporcionar fondos para realizar nuevas operaciones u operaciones de riesgo elevado con perspectivas de intenso crecimiento y gran rentabilidad. La financiación con capital de riesgo proporciona medios financieros para las fases iniciales, así como para la expansión de empresas establecidas. El objetivo de invertir capital únicamente en operaciones de cuantiosos beneficios potenciales supone para los inversionistas de CR la obligación de analizar estrechamente las propuestas de inversión. La evaluación de las inversiones de CR tiene característicamente por finalidad saber si a) el empresario propone un plan de operaciones fiable y b) si tiene la capacidad necesaria para realizarlo con éxito.

20. La inversión de CR exige típicamente la participación de la institución inversionista en la empresa receptora de la inversión. Ello obedece tanto a la necesidad de proteger la inversión de la institución inversionista contra los riesgos de funcionamiento, en particular porque el inversionista no puede simplemente desprenderse de su inversión (en acciones no inscritas) si los resultados son malos, como al objetivo de aumentar el valor de la empresa receptora con la aportación de la experiencia y los contactos de la empresa inversionista en sectores tales como la estrategia comercial, la organización y los procesos de gestión, la planificación y el control financieros y las relaciones con los inversionistas.

21. La fase final y crítica del ciclo de inversión de CR es la que permite separarse o disociarse de la empresa en la que se hizo la inversión. Como la obtención de una ganancia considerable de capital es fundamental para conseguir beneficios elevados de la inversión, determinar el momento y las condiciones de venta de las inversiones es un elemento clave del proceso CR. Hay tres métodos básicos de disociación:

- Constitución de la empresa mediante una oferta pública inicial de acciones al público en una bolsa de valores o en el mercado extrabursátil.

- Venta secundaria o "venta de transferencia" de las acciones del inversionista de CR a otro inversionista o empresa. Este es probablemente el método que más se utiliza, aunque en los grandes países desarrollados la transacción corre a menudo a cargo del inversionista por considerar que la empresa tiene un buen encaje estratégico con las operaciones propias.
- Readquisición de las acciones de la institución de CR por el empresario o por la empresa objeto de la inversión. En los acuerdos contractuales iniciales entre los inversionistas se puede prever esta posibilidad y definir las condiciones para la readquisición de las acciones.

22. Desde finales del decenio de 1980 se han multiplicado las instituciones especializadas en CR que invierten en los mercados emergentes. Muchas de estas instituciones están estructuradas como fondos de inversión en dos fases; su gestión corre a cargo de administradores profesionales originarios de centros internacionales de capital. Se han establecido instituciones de CR en muchos países, entre ellos varios PMA (Bangladesh, Madagascar, Mozambique y Uganda), pero la expansión más considerable ha tenido lugar en Asia y en las economías en transición de la Europa central y oriental.

23. A lo largo de los dos últimos decenios, la CFI ha impulsado la creación de fondos de capital de riesgo en países en desarrollo con el objetivo de mejorar el acceso de empresas pequeñas y medianas al capital de financiación y a la gestión especializada. La CFI ha colaborado con inversionistas institucionales, bancos de inversión y administradores de fondos en estructuraciones de fondos, identificación de administradores de fondos y colocación de fondos. Hasta 1996 había invertido 196 millones de dólares de los EE.UU. en 49 fondos de capital de riesgo, con un capital inicial de 1.500 millones de dólares en total.

24. La Corporación para el Desarrollo del Commonwealth (CDC) ha intensificado también sus actividades de CR en los países en desarrollo, en particular mediante la creación de fondos de CR que han suministrado capital de lanzamiento a empresas de ocho países africanos (Ghana, Kenya, Mozambique, República Unida de Tanzania, Sudáfrica, Uganda, Zambia y Zimbabwe). Estos fondos son por lo general más pequeños (de 10 a 15 millones de dólares de los EE.UU.) que los fondos en los que la CFI ha invertido capital y que son administrados directamente por la CDC.

25. Los resultados obtenidos con la inversión de CR en países en desarrollo han sido contrapuestos. Los éxitos y los fracasos brindan enseñanzas importantes en relación con una utilización más amplia de este tipo de mecanismos de financiación en el futuro.

26. En el caso de los fondos de CR es necesario estar en condiciones de identificar un número considerable de empresas que ofrezcan rendimientos elevados de la inversión (el 25% como mínimo). El mercado del capital de financiación depende de varios factores: condiciones macroeconómicas estables que estimulen a los inversionistas a crear o ampliar nuevas empresas

y empresarios dotados de los conocimientos de gestión adecuados, experiencia comercial y comprensión de la "cultura financiera" necesaria para la asociación entre el promotor y los inversionistas exteriores, es decir, que tengan la voluntad de suministrar informaciones financieras, respetar los derechos contractuales de todos los accionistas y de aceptar cierto grado de control externo sobre la empresa.

27. El marco normativo del país receptor debe proporcionar también a los inversionistas un régimen fiscal atrayente, que haga posible transferir a los inversionistas una proporción sustancial de la plusvalía obtenida por las empresas receptoras de la inversión, sea factor de transferencia jurídica y libere de las restricciones del control de cambios.

II. PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN DE CAPITAL EXTRANJERO EN LOS PMA Y FACTORES DETERMINANTES

28. Los análisis del proceso de selección de los mercados ponen de manifiesto cierto número de factores que los inversionistas toman en consideración cuando realizan sus inversiones en los mercados emergentes:

- La estabilidad macroeconómica y política es en todo caso la condición previa para recibir inversión del extranjero, pues suministra un medio estable para la realización de inversiones de capital de riesgo en operaciones complejas. En particular, los tipos de cambio estables protegen a los inversionistas contra el riesgo de cambio.
- Los resultados obtenidos han puesto de manifiesto que casi todos los fondos de inversión en capital social se hallan en mercados que ofrecen perspectivas de crecimiento elevado.
- Las facilidades para la repatriación del capital y de los ingresos: los inversionistas deben tener la garantía de que podrán repatriar fácilmente las ganancias en concepto de ingresos y capital derivadas de sus inversiones. A este respecto, el control de los cambios con el extranjero es un obstáculo de importancia para la inversión extranjera.
- La transparencia jurídica y una protección adecuada de los inversionistas.
- Informaciones financieras adecuadas y publicidad de los datos.
- Los mecanismos de disociación: los inversionistas en capital de cartera tienen interés en obtener rendimientos financieros de sus inversiones y prefieren, por ello, invertir en instrumentos de mayor liquidez. El mecanismo habitual de disociación a efectos de recuperación del capital es la bolsa de valores. Por ello, la existencia de bolsas de valores líquidos es una ventaja. Ahora bien, en el caso de la inversión de capital de riesgo, es posible utilizar otros mecanismos de disociación: la venta

secundaria o "venta de transferencia" de las acciones del inversionista a otro inversionista o a otra empresa, o la readquisición de las acciones del inversionista por el titular de la empresa receptora de la inversión, según lo previsto en los acuerdos contractuales.

- En los países donde existe un mercado de valores, los inversionistas toman también en consideración otros factores, entre ellos la liquidez del mercado (expresada por la relación entre la capitalización bursátil y la moneda en circulación) y la inestabilidad del mercado de valores.

Condiciones de inversión en los PMA

29. Desde el comienzo del decenio de 1980 un gran número de PMA ha emprendido un proceso de estabilización y ajuste estructural. Aunque este proceso no ha sido extremadamente fácil, pues algunos de los programas no han producido todavía los resultados previstos, las perspectivas económicas globales para los PMA en conjunto han mejorado en el decenio de 1990 en comparación con el decenio anterior.

30. Así, en el bienio 1995-1996 las economías de los PMA realizaron progresos notables; el índice de crecimiento anual del PIB fue de un 3,2%, en comparación con un índice medio de crecimiento del 2,2% de 1980 a 1990 ⁷. De los 48 PMA, por lo menos 14 consiguieron en 1995 una intensa expansión económica con un crecimiento de su PIB superior a un 5%. Salvo condiciones meteorológicas desfavorables, el crecimiento de los PMA se habrá mantenido en 1996 y habrá alcanzado el mismo nivel que en 1993, a pesar del descenso previsto de los precios de algunos productos básicos.

31. La inflación también se ha reducido. En 1995 el índice medio de inflación en los PMA fue de un 23,9%; aunque sigue siendo elevada, esta cifra admite la comparación con un índice medio de un 35,7% de 1991 a 1994. Se prevé que el índice de inflación disminuirá todavía más y será de un 19,2% en 1992 y de un 13,2% en 1997 ⁸. El déficit fiscal de las administraciones centrales, expresado en porcentaje del PIB, se redujo también a un 5,6% en 1995, en comparación con un 9,5% en 1988. Se prevé que, en promedio, el déficit fiscal se mantenga en torno a un 5 y un 6% en 1995/1996.

32. En estos últimos años se han puesto en práctica importantes reformas de gran alcance en los sectores financieros de muchos PMA ⁹. Se han liberalizado los sistemas financieros con la reducción o la supresión de los controles de determinación de los tipos de interés y préstamo, la introducción de técnicas de control monetario basadas en el funcionamiento de mercado y la atenuación de las restricciones de entrada en los mercados financieros internos. Los programas de reestructuración han comenzado a acometer el problema de la fragilidad financiera de los bancos paraestatales y se ha intensificado el rigor de las leyes y la supervisión bancarias.

33. Las reformas de los sectores financieros parecen haber sido fructuosas: los tipos efectivos de interés mejoraron de -4,1% en 1983-89 a -2,4% en 1990-95 ¹⁰. Las reformas del mercado financiero quizás hayan aumentado el volumen de la intermediación financiera y de las economías financieras y hayan contribuido a un aumento de la inversión. La inversión expresada en porcentaje del PIB aumentó de un 14,8% en 1983-89 a un 16% en 1980-95.

34. En varios PMA los controles de los cambios con el extranjero se han atenuado o se han suprimido completamente ¹¹ y en otros PMA se han establecido oficinas de cambio ¹² para efectuar las transacciones con moneda extranjera que han dejado de estar intervenidas por los bancos centrales.

Desarrollo del mercado de capitales

35. Aun cuando un gran número de PMA está tratando activamente de promover la creación de mercados internos de valores, ello no deja de ser un proceso difícil y delicado. Para que los mercados de valores puedan funcionar con cierto grado de eficiencia, deben concurrir las condiciones siguientes: un entorno macroeconómico estable, una infraestructura financiera y del mercado de capitales apropiada y un marco normativo, jurídico y de encuadramiento adecuado que proteja a los inversionistas, promueva la confianza pública y garantice la disciplina del mercado ¹³.

36. Primero, unas normas prudentes establecerán requisitos en materia de suficiencia de capital, custodia de los títulos e información financiera para los intermediarios, así como un sistema de observación y aplicación de las prescripciones.

37. Segundo, se pondrán en vigor medidas para proteger a los inversionistas contra las manipulaciones del mercado y la falta de transparencia. Figurarán entre estas medidas normas sobre divulgación de información, claridad de las relaciones contractuales y responsabilidad fiduciaria estricta. Las normas sobre divulgación de información establecerán un sistema jurídico eficaz que especificará y hará cumplir estas normas a todas las sociedades que emiten títulos públicamente e inscriben valores en bolsa para su negociación en el mercado secundario.

38. Además, estas leyes y sus reglamentos serán respaldadas por la adopción y utilización de los principios de contabilidad y las normas de verificación aceptadas en general por contables profesionales que aplican normas internacionalmente aceptadas. Las normas internacionales de contabilidad están ganando aceptación entre los negociantes de instrumentos de crédito, en particular por parte de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV). Según las informaciones disponibles, en algunos PMA, -entre ellos Guinea-Bissau, Lesotho, Malawi, Malí y el Sudán- las reglas sobre la presentación de informes financieros están en armonía con las normas internacionales de contabilidad. En el plano regional, la Comunidad de Desarrollo del Africa Meridional (CODAM) pone en práctica normas de contabilidad aceptables regional e internacionalmente mediante la armonización de los procedimientos nacionales de contabilidad.

39. Tercero, conviene que existan controles orgánicos que regulen el establecimiento y funcionamiento de las bolsas de valores, las cámaras de compensación y los sistemas de información sobre los mercados.

40. Aunque se hallan todavía en una fase incipiente, se han creado bolsas de valores en algunos PMA, por ejemplo, en Bangladesh, Bután, Malawi, Nepal, la República Unida de Tanzania y Zambia. En enero de 1997 la Bolsa de Valores de Dhaka (Bangladesh) tenía inscritas 185 sociedades y su capitalización en el mercado había alcanzado la cifra de 3.865 millones de dólares de los EE.UU. En 1991 el Gobierno creó la Comisión de Títulos y Cambios e hizo beneficiar de una exención fiscal las ganancias derivadas del capital. La información sobre la Bolsa de Valores de Nepal indica que en febrero de 1997 estaban inscritas 91 sociedades y que la capitalización en el mercado había alcanzado la cifra aproximada de 200 millones de dólares de los EE.UU.

41. La economía de muchos PMA es demasiado pequeña para justificar el costo inherente a la creación de un mercado de valores eficiente. En estos casos la cooperación regional para el desarrollo del mercado de capitales puede contribuir a mejorar la movilización tanto de recursos del país como de recursos extranjeros para la financiación de un número suficientemente grande de sociedades; se crearía así una oferta más amplia de valores y aumentaría el grado de liquidez del mercado. Ahora bien, la creación de mercados regionales de capitales o de bolsas regionales de valores hará necesario intensificar los esfuerzos desplegados para armonizar los sistemas de contabilidad y presentación de informes, los reglamentos tributarios y las políticas monetarias y financieras.

III. DETERMINACION DE LAS POSIBILIDADES DE INVERSION EN LOS PMA

42. La situación económica ha mejorado en muchos PMA, es decir, que estos países pueden atraer mayores inversiones de capital de riesgo. En muchos casos la existencia de abundantes recursos naturales insuficientemente explotados o no explotados de modo adecuado brinda a los inversionistas la posibilidad de obtener beneficios que pueden ser cuantiosos. Esta riqueza potencial se beneficia del atractivo suplementario conferido por un proceso de liberalización que ha facilitado el acceso de los inversionistas extranjeros a los mercados de estos países. Sin embargo, aun cuando existen posibilidades de inversión en los PMA, la mayoría de los inversionistas sigue descuidando estos mercados porque carece de informaciones o abriga visiones más o menos erróneas sobre los mercados de los PMA y también porque tiene presentes los elevados costos inherentes a la búsqueda de las mejores posibilidades en estos mercados, pequeños en muchos casos.

43. Parece que últimamente ha crecido el interés de los inversionistas extranjeros por algunos PMA, como lo han puesto de manifiesto los fondos de composición abierta que se han creado estos últimos años para realizar inversiones en Bangladesh, Madagascar, Myanmar y la República Unida de Tanzania. Se han creado también varios fondos regionales de inversión en Africa ¹⁴.

44. El seminario tiene por objeto determinar las posibilidades de inversión y darlas a conocer a participantes del sector privado. En particular, la UNCTAD y la ONUDI expondrán posibilidades concretas de inversión en los sectores de la agroindustria, el turismo y la infraestructura, así como proyectos de inversión en determinados PMA. La agricultura es la actividad principal de casi todos los PMA y las industrias relacionadas con la agricultura (entre ellas la textil) contribuyen de modo importante a propulsar el desarrollo económico e industrial de dichos países. Para algunos de ellos, en especial los insulares, el turismo es una fuente considerable de ingresos. El desarrollo de la infraestructura puede brindar también posibilidades de inversión al capital extranjero, pues se tiende hacia la privatización de esta actividad.

45. Se examinarán también las posibilidades ofrecidas por los programas de privatización. Los ejemplos recogidos en la América Latina y la Europa central y oriental han puesto de manifiesto que la privatización puede ser una fuerza impulsora del desarrollo de los mercados internos de títulos. La privatización atrae también inversiones extranjeras de capital de riesgo. En los PMA se están realizando varios programas de privatización ¹⁵. Estos programas pueden atraer inversión extranjera, por ejemplo, mediante la creación de fondos de privatización.

IV. ORGANIZACION DE LOS TRABAJOS

46. Los trabajos del seminario experimental tendrán como base la participación activa de representantes de los poderes públicos, de instituciones multilaterales y del sector privado, entre ellos representantes de empresas privadas de los PMA y, entre los inversionistas, directores de bancos privados y de fondos de inversión. Las deliberaciones tendrán una orientación práctica y se propondrán como objetivo formular recomendaciones sobre medidas encaminadas a crear las condiciones favorables a la inversión y el desarrollo de los mercados de capital, así como a la creación de fondos de inversión en los PMA.

47. Se prevé que se establecerán intensas relaciones entre los inversionistas y los países, especialmente en lo que se refiere al examen de las posibilidades de inversión en los PMA, y se espera además que se crearán vínculos comerciales que servirán de estímulo a otras inversiones en forma de aportaciones de capital social en los PMA.

Notas

1. Véase un análisis de las tendencias de las inversiones accionariales en la publicación de la UNCTAD: Informe de 1997 sobre las inversiones en el mundo, de próxima aparición, parte I, cap. 3, "Las inversiones accionariales de cartera extranjeras".
2. Baring Securities: Cross Border Equity Flows, volumen II, informe preparado por Michael Howell, Angela Cozzini y Mark Clayton (Londres, julio de 1995), pág. 58.
3. FMI: International Capital Markets, 1995, pág. 172.
4. La presente sección se basa principalmente en el análisis contenido en la parte I, cap. 3, del Informe de 1997 sobre las inversiones en el mundo, de próxima aparición.
5. Este análisis tiene como base un cuestionario enviado por la UNCTAD a los administradores de los fondos para conocer las motivaciones de los inversionistas y el proceso de selección de los mercados.
6. Se facilitan un análisis e informaciones más detalladas sobre los fondos de inversión en países concretos y sobre los fondos para operaciones de riesgo en un documento preparado por la secretaría de la UNCTAD sobre "Experiencias obtenidas con los fondos de inversión en países concretos y los fondos de capital de riesgo en países en desarrollo" (UNCTAD/GDS/GFSB/1).
7. UNCTAD: Los países menos adelantados, informe de 1996 (documento de las Naciones Unidas, N° de venta: S.96.II.D.3).
8. FMI: World Economic Outlook, octubre de 1996, cuadro A11, pág. 181.
9. Véase UNCTAD: Los países menos adelantados, informe de 1996, tercera parte: "Las reformas del sector financiero en los PMA", págs. 75 a 93.
10. FMI: World Economic Outlook, octubre de 1996, cuadro 17, pág. 74.
11. Por ejemplo: en Djibouti, Gambia, Maldivas y Uganda.
12. Por ejemplo: en Guinea, la República Democrática Popular Lao, el Sudán, Uganda, la República Unida de Tanzania y Zambia.
13. Véase un breve análisis de las condiciones exigidas para que exista un marco jurídico y normativo adecuado en el documento de la UNCTAD: "Las inversiones accionariales de cartera extranjeras en países en desarrollo: cuestiones y perspectivas actuales", TD/B/WG.1/11, 26 de octubre de 1996, págs. 25 y 26.
14. Por ejemplo, el Fondo de Inversiones en Africa Morgan Stanley, el Fondo de Inversiones en los Mercados Emergentes de Africa (fondo transnacional administrado desde los Estados Unidos) y el Fondo Africano Regent de Activos Infravalorados. Véase: The Economist: "African stock markets, No joke", 11 de enero de 1997.

15. Por ejemplo, en Bangladesh, Burkina Faso, Mozambique y Zambia. Otros PMA han hecho público su propósito de privatizar una gran parte de su sector industrial.
