



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales  
Grado en Relaciones Internacionales

## Trabajo Fin de Grado

# La regulación en los mercados de valores: comparativa de los sistemas de control norteamericanos y chinos

Estudiante: **Pablo Vilches Estrada**

Director: Karin Alejandra Irene Martín Bujack

Madrid, junio de 2019

## Resumen

Este trabajo de investigación centra su atención en la regulación actual de los mercados de valores de las dos grandes potencias mundiales: Estados Unidos y China. Mediante una revisión de la principal regulación de cada país, se trata de buscar factores que ayuden a demostrar la existencia de dos corrientes reguladoras: una de estas corrientes se daría en países con economías de libre mercado, mientras que la otra se daría en economías emergentes que han tenido influencia soviética. La primera corriente estaría enfocada en la transparencia y la publicación de información, mientras que la segunda corriente sería previa a la recién mencionada y estaría centrada en la apertura de los mercados al exterior.

**Palabras clave:** regulación, transparencia, Estados Unidos, China, apertura de mercado, publicación, instrumento financiero, SEC, corriente

## Abstract

This research paper focuses on the regulation of securities markets of the two great world powers: the United States and China. Through a review of the main regulation of each country, the goal is to look for factors that help prove the existence of two regulatory trends: one of the trends would be in countries with free-market economies, while the other would be in emerging economies that have had Soviet influence. The first trend would be focused on transparency and publication of information, while the second trend would be previous to the one mentioned above and would be focused on opening up the markets for foreign investment.

**Keywords:** regulation, transparency, United States, China, opening of markets, disclosure, security, SEC, trend

# Tabla de contenido

<b>Resumen .....</b>	<b>2</b>
<b>1. Introducción.....</b>	<b>5</b>
<b>2. Finalidad y motivos .....</b>	<b>7</b>
<b>3. Estado de la cuestión .....</b>	<b>8</b>
a. Estudios previos .....	8
b. Historia de los mercados de valores .....	9
<b>4. Marco teórico .....</b>	<b>13</b>
a. La regulación en Estados Unidos .....	13
Securities Act of 1933 .....	14
Securities Exchange Act of 1934 .....	20
<b>5. Análisis .....</b>	<b>26</b>
a. Los mercados de valores en China .....	26
Historia de China .....	26
La estructura de los mercados de valores en China .....	29
La apertura de China al exterior: QFII, RQFII y Shanghai-Hong Kong Stock Connect.....	31
b. Comparación de los marcos reguladores de China y Estados Unidos.....	37
<b>6. Conclusión .....</b>	<b>41</b>
<b>7. Bibliografía .....</b>	<b>43</b>

## Índice de tablas y gráficos

Ilustración 1 - Crecimiento estadounidense durante la Gran Depresión.....	14
Ilustración 2 - Crecimiento de China .....	28
Tabla 1 - Diferencias entre los programas de apertura de China .....	34

# 1. Introducción

Los mercados de valores son, hoy en día, uno de los núcleos más importantes del sistema financiero global. Sirven como lugar de interconexión entre compradores y vendedores, negociando billones de dólares cada día a nivel global; sólo en la bolsa española se alcanzó un volumen de negociación de 587.507 millones de euros durante 2018 (Bolsas y Mercados Españoles, 2019). A ello han contribuido la globalización y el acceso a las nuevas tecnologías, revolucionando completamente estos mercados y permitiendo al inversor minorista el acceso a los mismos como mecanismo de ahorro. De esta forma, internet ha llevado el famoso “parqué” por el que se conoce a las diversas bolsas de los países al salón de nuestra casa, pudiendo operar en ellos simplemente a través de varios clics.

No cabe duda de que una mayor facilidad para la inversión es algo positivo, pues al fin y al cabo los mercados financieros tendrán más liquidez, sin entrar a valorar los efectos positivos del ahorro y capitalización de éste a nivel consumidor y personal. Sin embargo, muchas de estas personas que deciden operar en bolsa no tienen los conocimientos ni el tiempo necesarios para llevar a cabo el análisis previo necesario para mitigar los riesgos asociados a la inversión y así tomar decisiones de inversión acertadas. Prueba de ello es, por ejemplo, el alto porcentaje de clientes minoristas que pierden dinero negociando con CFD (contratos por la diferencia), que en el caso de la plataforma Plus500 en concreto es del 80,6% (Plus500, n.d.). Además, las grandes corporaciones y bancos pueden tratar de “aprovecharse” del inversor minorista que no tiene conocimiento de los requisitos a cumplir por las partes que intervienen en el mercado, pudiendo ser afectado negativamente por ello. Un ejemplo de ello podría ser el caso sobre las preferentes de Bankia por las que muchos pequeños inversores perdieron sus ahorros (EFE, 2014).

Es por todo esto que, desde mediados del siglo XX, se ha dado un movimiento regulador de los mercados de valores a nivel mundial, con el objetivo primordial de

proteger al pequeño inversor frente al mercado, los agentes de mercado, y los riesgos asociados a la inversión. En este trabajo, estudiaremos este movimiento regulador en Estados Unidos y China, poniendo especial atención a las primeras leyes enfocadas a la regulación de los mercados financieros en el caso de Estados Unidos, y a los programas de apertura de sus mercados de capitales en China.

## 2. Finalidad y motivos

El objetivo primordial de este trabajo es estudiar la regulación vigente más importante, tanto en EEUU como en China, con el fin de demostrar dos teorías. La primera es que los países emergentes y, sobre todo, los que han tenido influencia de la Unión Soviética, han tenido un desarrollo menor en sus mercados de capitales al encontrarse estos en muchas ocasiones completamente inhabilitados. En otras ocasiones, como es el caso de China que estudiaremos en detalle, hubo una época en la que no estaban en funcionamiento mercados de valores, luego se reactivaron y han tenido que seguir un proceso de apertura al exterior para permitir la inversión extranjera. Trataremos de demostrar que, en el caso de China, esta apertura ha conseguido atraer una cifra importante de volumen adicional de inversión, lo que debería resultar en un mayor crecimiento al disponer las empresas de mayores fuentes de financiación.

Por otro lado, en cuanto a las economías desarrolladas, trataremos de confirmar que la corriente reguladora que han seguido estos países ha sido enfocada principalmente a aumentar la transparencia en los mercados, así como en tener unos mercados de valores y de capital más íntegros y eficientes. Esto debería permitir que los inversores minoristas se sientan “más protegidos” ante los riesgos de la inversión y sean menos reacios a invertir su patrimonio en los mercados de valores para beneficiarse de los efectos del ahorro, la inversión y la capitalización.

Demostrando estas dos teorías conseguiremos llegar a la idea de que el modelo político y el pensamiento social de un país en concreto influye notablemente en la evolución de sus mercados de valores y de capital, quedando enfrentados los países en dos bloques: aquellos con economías de libre mercado y pensamientos liberales, frente a los países con economías de corte más socialista o comunista.

Para la consecución de estos objetivos, primero definiremos qué se ha estudiado ya y nos servirá de apoyo, y haremos un repaso de la historia de los mercados de valores para entender el porqué de la regulación vigente.

## 3. Estado de la cuestión

### a. Estudios previos

Para el desarrollo del trabajo, nos serviremos parcialmente de trabajos ya realizados que han estudiado el desarrollo de la regulación y los mercados de valores a nivel internacional.

Libros como *Federal Securities Law*, de Hazen, o *Securities Regulation*, de Steinberg, son verdaderas obras maestras en las que se discute la regulación norteamericana en detalle, desde una perspectiva legal pero entendible por personas no expertas en derecho. Sirven como un excelente complemento para entender las dos leyes principales de regulación de mercados en EEUU, que en ocasiones son demasiado técnicas en sus explicaciones.

Para el marco regulatorio en China, nos serviremos de la regulación por la que se crean los programas de apertura para su explicación. Esta información está publicada en las páginas web de los mercados de valores del Shanghái y Shenzhen. Dada la escasez de información de periodos anteriores, nos serviremos también de trabajos de investigación sobre los mercados de capitales y la regulación en China, como son los trabajos de Ma, Tam, y Lijun y Yiqiang. En ellos se ahondaba ya en la necesidad de una mayor transparencia, por lo que serán buenos puntos de apoyo para las hipótesis expuestas en este trabajo.

La revisión de la historia de las bolsas viene explicada por los trabajos de Roe, y Verdier, que estudiaron con detenimiento los orígenes de los mercados de valores y los primeros mercados de capital. Por otra parte, la historia de China, sobre todo enfocada en el ámbito económico pues es el más relevante para este trabajo, es una síntesis de los trabajos de Walder, Chen, Lee y Tam. Estos autores entraron en detalle en la evolución de la historia política y económica de China, y en su proceso de “liberalización” desde el fuerte comunismo de Mao hasta la China que conocemos hoy.

También haremos uso de informes de grandes bancos internacionales que precisamente trabajan con estos complejos marcos reguladores en China a diario, como por ejemplo Morgan Stanley con su informe sobre el estado actual y progreso de los mercados de capitales en China, o BNY Mellon con el informe de 2018 sobre el marco regulatorio del programa RQFII.

Finalmente, habiendo estudiado la bibliografía del presente trabajo, es destacable que a pesar de haber una gran cantidad de trabajos de investigación sobre los mercados de capitales en China y la regulación a nivel estatal y global, ninguna de las publicaciones que se han consultado para la elaboración de este trabajo hace incidencia en la posible existencia de dos corrientes reguladoras a nivel global. Será, por tanto, un estudio de análisis muy interesante a realizar y hasta cierto punto, novedoso.

Para comenzar esta revisión de la regulación de ambos países, hemos de explicar de antemano cómo surgieron los mercados de valores y por qué, para así poder entender por qué existe también la regulación en ellos.

## **b. Historia de los mercados de valores**

Para conocer los orígenes de los mercados de valores, hemos de remontarnos hasta la Europa del siglo XII, donde las lonjas y ferias que se establecían en los centros y plazas de las ciudades servían como los lugares de intercambio de bienes y servicios. Estos mercados “centralizados” fueron ampliando sus capacidades y ofertas, llegando a convertirse también en los centros financieros de las ciudades donde se contrataban préstamos. Fue principalmente en Holanda donde la aparición de la figura del prestamista fue más notable; estos eran personas adineradas que otorgaban financiación a cambio de ciertas garantías, principalmente joyas y oro, así como los caballeros templarios que regresaban de las cruzadas con grandes riquezas, tierras y castillos (Verdier, 2001).

Esta transición de un mercado tradicional a un mercado, además, financiero, no se quedó estancada y siguió avanzando, desplazando el núcleo financiero de Europa hacia los Países Bajos. Así, Amberes y Brujas se convirtieron en dos de las principales ciudades comerciales y centros financieros de la Europa de la época. El origen del nombre “bolsa”, de hecho, viene precisamente de las ferias que se celebraban en Brujas durante estos años. Numerosas fuentes concluyen en que se celebraban frente al mesón de un influyente caballero llamado “chevalier Van der Bourse” o “caballero de las bolsas”, conocido así porque su escudo de armas incluía tres bolsas esculpidas. Allí se reunían algunos de los personajes más influyentes y adinerados de la ciudad y llevaban a cabo sus negocios, institucionalizando el tener un lugar de reunión para la negociación de instrumentos financieros. Fue en Amberes, no obstante, donde se construyó el primer edificio dedicado en exclusiva a la utilización para la negociación de bienes mobiliarios: la bolsa de Amberes. Desde 1460 tenía ya un espacio exclusivo pero, ante la tremenda expansión de los mercados financieros, se llevó a cabo una ampliación que concluyó en 1531 (Roe, 2006).

Uno de los motivos que ayudaron a la expansión de estos nuevos mercados financieros fue el enorme crecimiento de la Compañía de las Indias Orientales, que negociaba sus acciones y bonos en la bolsa de Ámsterdam. Esta compañía se dedicaba al comercio de todo tipo de productos entre Europa y las “indias orientales”, que eran principalmente India y China. Se comerciaban todo tipo de productos, desde oro, especias y materias primas hasta esclavos. El valor de los títulos de la Compañía de las Indias Orientales crecía y crecía, y muchos inversores consiguieron enriquecerse y pasar a formar parte de lo que se podría considerar la clase media-alta de la época (Roe, 2006).

Fue en Holanda, precisamente, donde se dio una de las primeras crisis financieras de la era moderna: la crisis de los tulipanes. La ciudad de Ámsterdam era, en la época, uno de los núcleos mercantiles más importantes del continente, en el que se intercambiaban todo tipo de productos. Uno de esos productos eran los bulbos de los tulipanes, un producto ciertamente exótico que se convirtió en símbolo de estatus y riqueza en el

país. Los inversores de la época iban en manada a invertir en estos productos, pues parecía que la demanda no tenía fin y, por tanto, el precio subía como la espuma. Numerosos expertos consideran este momento como la creación de los derivados financieros, ya que no sólo se negociaba sobre bulbos “físicos”, sino que también se negociaba el valor futuro de bulbos aún por recolectar. Esta enorme demanda provocó una auténtica fiebre de compra de títulos sobre el valor futuro de los bulbos, que empujó el precio hacia arriba creando una burbuja. El 3 de febrero de 1637, no obstante, se interrumpió bruscamente la compra de contratos sin motivo aparente, causando un desplome del precio y arruinando a muchos inversores minoristas, algunos de los cuales llegaron a endeudarse por encima de sus posibilidades ante lo que veían como una oportunidad segura de enriquecerse (Verdier, 2001).

A pesar de esta primera crisis, las bolsas de valores siguieron su expansión internacional, creándose organismos similares a la bolsa de Ámsterdam en otras ciudades a lo largo de los siglos XVIII y XIX. Así, se crearon bolsas como la de París, en 1724, la de Londres (*London Stock Exchange*) en 1801 o la de Madrid, que entró en funcionamiento en 1808. Esta expansión trajo consigo un mayor alcance de los mercados al público general y, por consiguiente, una mayor exposición a las ventajas y desventajas de la inversión en mercados de valores (Verdier, 2001).

Desde la crisis de los tulipanes se dieron numerosas otras crisis o burbujas que causaron un gran daño a la economía, como la burbuja de la Compañía de los Mares del Sur en Inglaterra en 1711, la Compañía del Mississippi de París en 1720 o, algo más tarde, el *crack* de 1929 y la Gran Depresión estadounidense, posiblemente la mayor crisis financiera y económica que haya vivido la humanidad. Fue esta última la que hizo a los entes reguladores de los países darse cuenta de que era necesario implementar un sistema para evitar la aparición, en la medida de lo posible, de estas burbujas tan dañinas (Porta, López-de Silanes, Shleifer y Vishny, 1999).

Tras el increíble desplome de las bolsas estadounidenses en 1929 se pone en marcha la corriente reguladora mencionada anteriormente, cuyo foco principal comenzó en

Estados Unidos, pero acabó siendo un movimiento a nivel mundial. Durante todo el siglo XX se redactaron nuevas leyes que ayudarían a evitar la creación de burbujas, favorecerían la transparencia, y que contribuirían a que los mercados de valores sean un terreno de juego justo y regulado tanto para el profesional que dedica sus días a negociar instrumentos financieros, como para el inversor minorista que no dispone de tanto conocimiento ni tiempo para mantenerse al tanto de la situación de los mercados (Porta, López-de Silanes, Shleifer y Vishny, 1999).

En los Estados Unidos, uno de los focos de estudio de este trabajo, se aprobaron leyes desde 1933 para garantizar una cierta protección de los inversores ante los riesgos del mercado, como fueron el *Securities Act de 1933*, *Securities Exchange Act de 1934*, *Sarbanes-Oxley Act de 2004* y *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010*. Esta última reforma vino justo después de la crisis financiera mundial de 2008, que evidenció la necesidad de un control más estricto sobre todos los jugadores en los mercados financieros y de capital.

## 4. Marco teórico

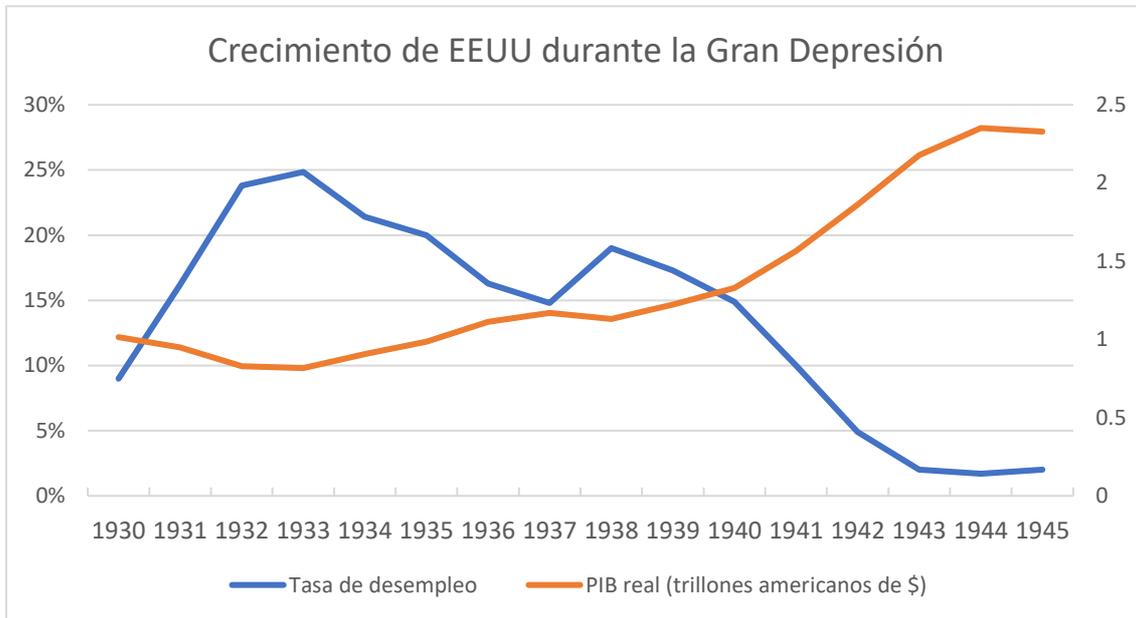
Este apartado servirá para establecer la base teórica sobre la que se desarrollará el análisis en los apartados posteriores. Para realizar el análisis sentaremos las bases de la regulación en los Estados Unidos mediante un resumen de los dos pilares de su regulación: el *Securities Act de 1933* y el *Securities Exchange Act de 1934*. Estas dos leyes sirvieron como un “modelo inicial” sobre el que muchos países desarrollaron su propia legislación, por lo que es un buen punto para comenzar a estudiar la regulación de los mercados de valores.

### a. La regulación en Estados Unidos

Los años de bonanza de la década de 1920 en EE. UU. contrastaron fuertemente con la Gran Depresión vivida a lo largo de los años 30 tras el *crack* de 1929. Los “felices años 20” fueron una época de gran prosperidad motivada principalmente por la posición dominante de EE.UU. en el momento, al estar Europa devastada tras el fin de la I Guerra Mundial. Los países europeos no podían producir muchos de los productos que necesitaban para subsistir, por lo que importaban estos productos del país norteamericano. Estados Unidos pronto se vio ante un exceso de demanda que, unido a la innovación técnica de la época, provocó un inmenso crecimiento de los beneficios de las empresas. Ante esta situación de un ciclo económico claramente expansivo, la Reserva Federal de Estados Unidos, creada apenas unos años antes (Dykes y Whitehouse, 1989), no hizo nada para controlar el endeudamiento de la población ante un consumo disparado precisamente por la facilidad del acceso a créditos y la bonanza económica general. Durante esta década se popularizó el tener teléfono, o incluso un coche, gracias a la aparición de la cadena de montaje de Ford. Cabe destacar, además, que durante esta década se empezó a dar la venta a plazos, fomentando aún más el consumo y el endeudamiento del ciudadano. Tanta prosperidad sin apenas control creó una burbuja especulativa que estalló en octubre de 1929, dando lugar a la Gran Depresión (Bernanke, 2000).

En el siguiente gráfico puede verse el rápido crecimiento del desempleo en Estados Unidos en el periodo de la Gran Depresión, que vino acompañado también de recesión.

Ilustración 1 - Crecimiento estadounidense durante la Gran Depresión



Fuente: Elaboración propia; U.S. Bureau of Economic Analysis (2019), National Bureau of Economic Research (2019)

Esta recesión fue el catalizador para las primeras medidas regulatorias tomadas por el Congreso estadounidense, como fue el *Securities Act de 1933*, con un enfoque muy concreto hacia la distribución de instrumentos financieros, y el *Securities Exchange Act de 1934*, que tenía un ámbito mucho más amplio. Para comenzar a entender la estructura reguladora americana, es imperativo estudiar con detenimiento estas dos leyes que, más allá de establecer las reglas del juego, establecieron también quién sería el árbitro: la *Securities and Exchange Commission (SEC)*.

### Securities Act of 1933

Este acto o ley centra su atención en la distribución de *securities* (de ahora en adelante instrumentos o instrumentos financieros). Pero, ¿qué entiende esta ley por instrumento? En la Sección 2 (a)(1) de esta ley encontramos una definición: "El término "instrumento" significa cualquier nota, acción, acción de tesorería, bono, obligación, evidencia de deuda, certificado de interés o participación en cualquier acuerdo de

participación en las ganancias, certificado de fideicomiso, certificado de reorganización o suscripción, acción transferible, contrato de inversión, certificado de depósito para una garantía, interés unánime fraccionario en petróleo, gas u otros derechos mineros, cualquier opción, opción o privilegio de compra, compra, venta o venta de cualquier valor, certificado de depósito, o grupo o índice de valores (incluyendo cualquier interés en los mismos o basado en el valor de los mismos), o cualquier opción de compra, opción de venta o privilegio celebrado en una bolsa de valores nacional en relación con divisas o, en general, cualquier interés o valor comúnmente conocido como "instrumento", o cualquier certificado de interés o participación en un certificado temporal o provisional de recepción, garantía, o derecho de suscripción o compra de cualquiera de los anteriores" (U.S. Congress, Securities Act of 1933, 1934).

Esta definición incluye muchos ejemplos de qué es un instrumento, pero sobre todo incluye el término *contrato de inversión*, que captura el concepto genérico subyacente a qué es un instrumento, y es la propia interpretación de esta definición la que ayuda a entender mejor qué son. El caso estrella sobre la definición de contrato de inversión, *SEC v. Howey Co.*, establece que un contrato o transacción es un contrato de inversión si "[...] una persona invierte su dinero en una iniciativa común y puede esperar beneficios única y exclusivamente del trabajo y esfuerzo del promotor o de terceras personas" (*SEC v. Howey Co*, 1946). Poco después se revisó esta última afirmación para determinar que esos beneficios deben provenir *principalmente*, no únicamente, de trabajos de terceros.

Una vez desarrollado el concepto de instrumento se puede entender el contenido de la ley. Es una ley enfocada principalmente a la distribución y negociación de instrumentos financieros. La negociación en el mercado primario se da cuando hay una venta de instrumentos desde el propio emisor a cualquier otra persona o entidad. Por otro lado, la negociación en el mercado secundario es aquella que se da cuando hay un intercambio de instrumentos entre el tenedor y un tercero cualquiera. En este caso, no obstante, el tenedor no es el emisor de los títulos, por lo que los ingresos de dicha venta

no van al emisor, sino al individuo tenedor de los instrumentos en el momento de la venta. Esta ley regula tanto la negociación en el mercado primario como en el secundario.

Una transacción o distribución quedaría amparada por esta ley si el instrumento en cuestión cumple la definición de instrumento. En caso afirmativo, se ha de comprobar que el instrumento no esté amparado por ninguna excepción. La ley contempla excepciones tanto de instrumentos en sí, como de las transacciones de estos. La distinción es necesaria, pues hay transacciones que están exentas de la necesidad de registro a pesar de que el instrumento en sí no esté exento de registro. Si finalmente la transacción está amparada por esta ley, debe registrarse correspondientemente antes de cualquier tipo de oferta o venta del propio instrumento (Hazen, 2011).

Este registro es el primer paso para poder distribuir nuevos instrumentos financieros. Cuando una compañía decide salir a bolsa, tiene que cumplimentar este registro para que la SEC (*Securities and Exchange Commission*), la comisión nacional del mercado de valores americano de la que hablaremos en detalle más adelante, dé su aprobación. Este registro tiene tres fases: periodo previo o *prefiling period*, periodo de espera o *waiting period*, y periodo post-efectivo o *post-effective period* (U.S. Congress, Securities Act of 1933, 1934).

En el periodo previo está expresamente prohibido hacer cualquier tipo de oferta de compra o venta de instrumentos. Se entiende por oferta de venta “[...] cualquier comunicación razonablemente calculada para generar interés de compra” (U.S. Congress, Securities Act of 1933, 1934). Estas prohibiciones aplican tanto a comunicaciones escritas como orales. El propósito de esto es evitar el *gun-jumping*, en palabras de la propia ley, que consiste en suscitar un interés en el inversor que se precipita a tomar decisiones de inversión antes incluso de que se haya cumplimentado la solicitud de registro y la SEC haya dado su aprobación. La SEC, no obstante, ha fijado en sus reglas ciertas excepciones a estas prohibiciones. La más utilizada, definida por la Regla 163 de la SEC, establece que “grandes compañías públicas están exentas de estas

prohibiciones” (SEC, 2019). La ley también establece ciertas disposiciones para que los grandes bancos de inversión puedan desarrollar sus funciones correctamente y sin obstáculos. Al tener una división de análisis e investigación que (normalmente) está completamente separada del departamento de M&A, las reglas permiten que este departamento de análisis pueda seguir con sus funciones y recomendaciones de inversión sin verse entorpecido por los trabajos del departamento de *underwriting* o suscripción que pueda estar llevando a cabo nuevas distribuciones de instrumentos financieros (Hazen, 2011). Una falta de separación de estos departamentos podría llevar a la violación de estas prohibiciones, con el consiguiente enjuiciamiento civil por parte de la SEC.

Los emisores de instrumentos que pueden optar a estas excepciones son grandes compañías que ya cotizan en los mercados de valores y sobre las que ya existe una gran cantidad de información pública disponible, pues publican sus estados financieros periódicamente (U.S. Congress, Securities Act of 1933, 1934).

Por lo general, este período se caracteriza por la fina línea entre ofrecer información sobre la nueva distribución, pero sin (pre)condicionar al mercado suscitando interés de compra antes de registrar el instrumento. La sección 5(a) la ley de 1933 prohíbe expresamente tanto las ofertas de venta como las ventas en sí durante el periodo previo, extendiéndose la prohibición de vender instrumentos al periodo de espera. Queda prohibido, por tanto, efectuar cualquier venta de instrumentos durante los periodos previo y de espera, pero sí se podrían hacer ofertas de venta durante el periodo de espera siempre que no llegara a efectuarse la transacción, que tendría que efectuarse en el periodo post-efectivo (Cox, Hillman y Langevoort, 2016).

El período de espera es el tiempo que transcurre desde el momento en el que se entrega el registro hasta que se hace efectivo. Es el periodo en el que la SEC valida (o no) el registro del instrumento en cuestión. Las ofertas de venta que pueden hacerse durante este periodo no pueden, sin embargo, ser de cualquier tipo. En la sección 5(b) la ley establece qué tipo de ofertas pueden hacerse durante esta fase en los requerimientos

del folleto o *prospectus*. El folleto es cualquier tipo de comunicación escrita o ampliamente difundida en la que se ofrezca la venta de instrumentos. Hoy en día, la mayoría de comunicaciones por Internet pueden tener la categoría de folleto (Hazen, 2011). Aunque la sección 5 permite las ofertas, la sección 5(b)(1) prohíbe la transmisión de folletos después del registro a no ser que estos cumplan con los requisitos de transparencia establecidos en la sección 10. Esto no suele ser factible ya que en muchos casos la información que requiere hacer pública la sección 10 no está disponible hasta que se haya firmado el acuerdo de suscripción y se haya establecido un precio. Es por ello que la ley exige a dos tipos de comunicaciones escritas de estos requerimientos: los llamados “*tombstone ads*”, una mera declaración de la oferta y revelar quién será el banco suscriptor y coordinador de la operación, y los folletos preliminares (Hazen, 2011).

El folleto preliminar, como define la Regla 430 de la SEC, debe contener toda la información requerida en el folleto propiamente dicho, pero puede omitir cierta información, como es el precio final al que se realiza la oferta (SEC, 2019). Este tipo de comunicación sólo se puede utilizar durante el período de espera, quedando prohibida su utilización después de la fecha efectiva de registro. Existe también la posibilidad de comunicar esta oferta con un folleto preliminar resumido, aunque queda limitado a emisores con cierta “experiencia” y que reporten sus actividades bajo el amparo del *Securities Exchange Act de 1934* (U.S. Congress, Securities Act of 1933, 1934).

Una vez llegada la fecha efectiva y se valida el registro, se entra en el período post-efectivo. En este momento, las prohibiciones de la sección 5(a) dejan de tener validez, y se pueden llevar a cabo ventas. La sección 5(b)(2) dispone que ningún instrumento puede ser entregado para la venta si no viene acompañado (o precedido) de un folleto reglamentario o *statutory prospectus*. Además, los emisores pueden hacer uso de “escritura libre”, aportando información adicional pero siempre cumpliendo este requerimiento previo de entrega de un folleto reglamentario (U.S. Congress, Securities Act of 1933, 1934).

El objetivo primordial de este proceso de registro, así como el objetivo general de la ley, es promover la publicación o divulgación de la información a inversores potenciales para que puedan tomar decisiones informadas de inversión (Hazen, 2011). Es por ello que la ley establece que este folleto reglamentario contenga cierta información para “guiar” a los inversores. Por lo general, este documento incluye toda la información relevante a qué hace la compañía en cuestión, cómo está gestionada, sus estados financieros, proyecciones y planes a futuro... En palabras de la propia ley, este folleto debe incluir todos los *hechos materiales*, es decir: “cuestiones sobre las que existe una probabilidad sustancial de que un inversor razonable les diera importancia a la hora de determinar su decisión de compra del instrumento” (U.S. Congress, Securities Act of 1933, 1934). En definitiva, una guía sobre el estado actual de la compañía, en ocasiones complementada con proyecciones futuras. Estas proyecciones están basadas en suposiciones hechas por el personal de la compañía sobre cómo se comportará la empresa en el futuro. Estas suposiciones pueden, en ocasiones, no ser realistas, por lo que es esencial que el inversor siempre tenga una mentalidad crítica hacia este tipo de documentos y suposiciones y trate de analizarlas fríamente para ver si son suposiciones realistas y plausibles. La SEC permite el uso de proyecciones en base a estos supuestos pero siempre advirtiendo al inversor de que las tome con cierto escepticismo y trate de analizarlas él mismo para ver si las considera correctas (Langevoort, 1992). La ley establece que se pueden derivar responsabilidades civiles si se vende un instrumento bajo un registro que omite o falsea *hechos materiales*. Además, la ley también incluye una serie de provisiones antifraude que aplican a todos los instrumentos y transacciones, sin excepciones, y que si se incumplen pueden derivar responsabilidades penales (U.S. Congress, Securities Act of 1933, 1934).

Durante la década de los 2000 se llevaron a cabo algunas reformas en la ley, concretamente sobre las ofertas públicas de venta, para modernizarla y adaptarla a los nuevos tiempos en los que la información está al alcance de la mano gracias a Internet. Cabe destacar la reforma de 2005 por la que los *Well Known Seasoned Issuers* (WKSIs), o emisores conocidos y ya con experiencia, disfrutaban de unas restricciones mucho más

laxas que emisores más pequeños sobre los que no se dispone de tanta información. También se estableció que, dado el extendido acceso a Internet de la población a día de hoy, bastaba con tener acceso a la documentación relevante (folleto) para que se pudiera considerar como documentación que ha sido entregada al posible comprador (*Access equals delivery*) (Hazen, 2011).

Complementando a esta ley de 1933 está el *Securities Exchange Act de 1934*, que centra su atención en la publicación de información y en el “comportamiento deseable” de todos los actores del mercado, y crea la Securities and Exchange Commission, entidad reguladora de los mercados de valores americanos.

## Securities Exchange Act of 1934

Esta ley tiene un ámbito de aplicación mucho más amplio que su contraparte de 1933. Tiene el objetivo de regular principalmente a tres actores: los emisores, los mercados, y los profesionales que trabajan en los mercados. Los mercados de valores, así como los profesionales que trabajan en ellos, están supervisados directamente por la SEC. Además, existen entidades autorreguladas también bajo supervisión de la SEC.

La principal novedad que introduce esta ley es la obligación de publicación periódica, o *periodic disclosure*, por la que las compañías registradas bajo este acto deben hacer pública su información cada cierto tiempo para garantizar la transparencia del mercado y permitir a los inversores disponer de toda la información necesaria para tomar decisiones informadas. Mientras que la ley de 1933 se centra en el registro del propio instrumento, esta ley requiere el registro también del emisor del instrumento y le impone estos requerimientos de publicación periódica. Además, esta ley también requiere que los mercados de valores nacionales se registren, como establece la sección 3. Se entiende por mercado de valores “[...] cualquier organización, asociación o grupo de personas, constituidas o no en sociedad, que constituya, mantenga o proporcione un mercado o instalaciones para reunir a compradores y vendedores de instrumentos o para que desempeñen con respecto a los instrumentos las funciones que normalmente desempeña una bolsa de valores, tal como se entiende generalmente ese término, e

incluye el mercado y las instalaciones de mercado que mantiene dicha bolsa” (U.S. Congress, Securities Exchange Act of 1934, 1934).

La sección 12 de la ley requiere el registro de la mayoría de los instrumentos intercambiados públicamente. Cualquier instrumento que sea intercambiado en una bolsa nacional debe estar registrado bajo esta ley. Este registro conlleva la consiguiente publicación periódica de información (U.S. Congress, Securities Exchange Act of 1934, 1934). La sección 12(g)(1) exime de registro a emisores que tengan menos de 300 accionistas (o poseedores del instrumento, si no fueran acciones) registrados o que tengan menos de \$10 millones de activos. El propósito de estas excepciones es, principalmente, permitir a empresas pequeñas que no tienen tanta capacidad económica para cumplir con los requerimientos de publicación sin un esfuerzo significativo (Langevoort, 1992). Todos los estados financieros que se entreguen deben estar auditados por un auditor profesional certificado.

Los requerimientos de publicación periódica se establecen en la sección 13 de la ley. Las compañías registradas deben entregar de manera periódica tres informes: *Form 10-K*, *Form 10-Q*, y *Form 8-K*. *Form 10-K* es un informe anual; *Form 10-Q* es similar a *Form 10-K* pero en un formato trimestral y con algo menos de detalle; y *Form 8-K* es un informe “especial” que únicamente se cumplimenta cuando se llevan a cabo cambios significativos en la compañía en cuestión que deban ser informados a los posibles inversores, como puedan ser cambios en la estructura de control o la adquisición o enajenación de activos por una suma considerable, entre muchos otros (U.S. Congress, Securities Exchange Act of 1934, 1934). Estos cambios significativos eran bastante limitados hasta la introducción de una reforma de este apartado en el *Sarbanes-Oxley Act of 2004* (U.S. Congress, 2004).

Otra de las novedades que incluye esta ley de 1934 es la prohibición de prácticas manipuladoras del precio. La sección 9 de la ley regula los intercambios de instrumentos en los mercados. Las secciones 10(b) y 15(c) otorgan autoridad a la SEC para establecer normas y así definir y prohibir prácticas manipuladoras. Concretamente en la sección

9(a) se prohíben expresamente las transacciones efectuadas simultáneamente cuyo propósito sea crear “una apariencia deformada de intercambio de instrumentos activo” (U.S. Congress, Securities Exchange Act of 1934, 1934). También prohíbe las transacciones que se efectúen con el propósito de disminuir o incrementar el precio del instrumento en cuestión. Estas prohibiciones no aplican sólo a transacciones de instrumentos, sino también a transacciones que incluyan acuerdos de *swaps* basados en instrumentos (intercambios de instrumentos previamente acordados). La sección 9(a)(6), además, otorga a la SEC la capacidad de promulgar normas que prohíban la “fijación o estabilización de los precios de los instrumentos” (U.S. Congress, Securities Exchange Act of 1934, 1934).

En la sección 14 se establecen las normas de voto y delegación (*proxy*) de éste de los accionistas. Se considera *proxy* cuando un accionista delega en otro su derecho a voto. Esta sección establece unas cláusulas sobre las que debe efectuarse este proxy y cómo deben ser los procedimientos de voto, pero primordialmente nos devuelve a ese objetivo previo de publicación, ya que obliga al órgano de dirección a hacer públicas todas las iniciativas que lleve a cabo el ejecutivo de la compañía, abogando una vez más por la transparencia. Lo más importante de este apartado de la ley es precisamente esta apuesta por la transparencia, en la que se otorga al accionista derechos de acceso a la información, así como la imposición al equipo directivo de revelar todas las iniciativas que vayan a ser votadas en la junta general de accionistas (Hazen, 2011).

Continuando con el amplio espectro regulatorio de esta ley pasamos a las secciones que regulan las ofertas públicas de adquisición (OPA), o *tender offers*. Las OPAs son ofertas anunciadas públicamente en las que se informa de la intención de adquirir una participación mayoritaria de las acciones de una compañía. Para regular estas ofertas se promulgó el *Williams Act* en 1968, que reformaba parte de la ley de 1934 para incluir estas disposiciones sobre las OPAs en las secciones 13 y 14 (U.S. Congress, 1968). La sección 13(d) sirve como un mecanismo de advertencia temprana al informar sobre la posibilidad de un intento de adquisición. Una vez más estamos ante otro ejercicio de

transparencia para que todos los jugadores del mercado tengan la misma información. Así, cualquier persona o grupo que adquiriera el 5% o más de una compañía está obligado a informar a la SEC mediante el *Schedule 13D*. Una vez llegado a este 5%, el individuo o grupo dispone de diez días para registrar este *Schedule 13D*. Una vez registrado, hay un período moratorio de diez días en el que no puede adquirir más participaciones en la compañía objetivo (Hazen, 2011).

Llegados a este punto, hay que determinar si la oferta en cuestión califica como oferta pública de adquisición o no, y esto no suele ser fácil ya que la Ley Williams no define propiamente el concepto de OPA. La SEC, sin embargo, por medio de las disputas en las que ha lidiado, ha ideado una “prueba” para tratar de determinar si el caso en cuestión es una oferta pública de adquisición. Consiste en ocho preguntas (Wellman v. Dickinson, 1979):

- “[...] 1. si existe incitación activa y generalizada a accionistas públicos para la venta;
  2. si hay interés sustancial por la compra de un porcentaje significativo del patrimonio del emisor;
  3. si la oferta realizada implica una prima sobre el precio actual de mercado;
  4. si las condiciones de la oferta son firmes y no flexibles;
  5. si depende de la adquisición mínima de un número establecido de acciones al que, de no llegar, se cancelaría la oferta;
  6. si la oferta tiene una duración establecida y limitada;
  7. si los receptores de la oferta son presionados activamente para la venta;
- y
8. si los anuncios públicos acerca de un programa de compra preceden o acompañan una rápida acumulación de participaciones”

Por lo general, estas disposiciones son bastante amplias e interpretables, por lo que en un gran número de casos habrá que remitirse a la jurisprudencia existente o solicitar a la propia SEC que determine si es una OPA. Si estuviéramos ante una OPA, existen seis requisitos que debe cumplir: requisitos de publicación, normas que regulan el derecho de desistimiento del accionista, la regla *pro-rata*, la regla *all-holders* (todos los tenedores), la regla de mejor precio, y reglas concerniendo la duración de la oferta (Hazen, 2011).

La regla *pro-rata* exige la aceptación prorrateada de las acciones ofertadas cuando la oferta pública de adquisición no obliga al oferente a aceptar todas las acciones ofertadas. La regla *all-holders* prohíbe las ofertas de adquisición que excluyan o discriminen a uno o más accionistas de poder tomar parte. La regla de mejor precio determina que el precio más alto que se acuerde con cualquiera de los accionistas de la empresa objetivo debe ser el precio al que se adquieren la totalidad de las acciones del paquete que finalmente se venderá. La duración mínima de las ofertas públicas de adquisición es de veinte días laborables (SEC, 2019).

Otra de las principales novedades de esta ley es la prohibición de lo que se conoce como *insider trading*, o la compraventa de instrumentos financieros estando en posesión de información confidencial o privilegiada. Este tipo de actos destruyen la integridad del mercado, pues hay unos pocos “privilegiados” que operan con una ventaja informativa. La Regla 10b-5 prohíbe este tipo de conductas, que pueden ser de dos tipos: una transacción cara a cara en la que el privilegiado no revele información material y relevante a la transacción, o las transacciones de mercado efectuadas por privilegiados y otros tenedores de esta información privilegiada, precisamente aprovechando esa información para su beneficio personal (Hazen, 2011). Las violaciones de esta norma pueden tener consecuencias muy serias, desde la retirada de la licencia de *bróker* o *trader* hasta el enjuiciamiento criminal, elevadas multas y penas de prisión. Por lo general, la SEC es la encargada de investigar y castigar estas acciones, y está capacitada para tomar medidas preventivas y evitar que sucedan estas malas prácticas (SEC, 2019).

La *Securities and Exchange Commission*, o Comisión Reguladora, nace precisamente de esta ley de 1934. Su función principal es “[...] proteger a los inversores, asegurar un mercado justo, ordenado y eficiente, y facilitar la creación de capital” (U.S. Congress, Securities Exchange Act of 1934, 1934). La SEC supervisa a los participantes del mundo de los mercados financieros, como los propios mercados de valores, los *brókers* de instrumentos, asesores financieros y fondos mutuos. En la propia página web de la SEC encontramos, una vez más, que su principal preocupación es la divulgación de información relevante a las transacciones de mercado, asegurar un mercado justo para todos y la protección contra el fraude. Diseñada para restaurar la confianza de los inversores tras la debacle de 1929, la SEC lleva a cabo cientos de procesos judiciales civiles para asegurar precisamente este entorno de mercado justo y asegurar el cumplimiento de las leyes de instrumentos, entre las que están las dos sobre las que hemos hablado (Burk, 1985).

## 5. Análisis

### a. Los mercados de valores en China

#### Historia de China

China es, a ojos de Occidente, un país ciertamente peculiar. Para poder entender los mercados de valores en China, es imperativo estudiar primero la historia del país y su modelo político, intrínsecamente opuesto a la especulación y los mercados financieros. Trataremos la historia de China desde la constitución de la República Popular de China.

Tras una larga guerra civil que arrasó el país desde 1927, el 1 de octubre de 1949 Mao Tse Tung proclama la República Popular de China, implantando en ella el modelo comunista. La llegada al poder de los comunistas puso fin a dos décadas de conflictos y puso el foco en la reconstrucción del país, principalmente en materia económica. Con un país devastado tras veinte años de guerra, la tarea de la reconstrucción económica se alzaba como un enorme desafío. Es entonces cuando la Unión Soviética le tiende la mano a su vecino comunista, al que ofrecieron programas de cooperación económica y tecnológica, así como préstamos para llevar a cabo el proceso de industrialización, muy retrasado por la duración de la guerra. Una de las medidas más relevantes en este momento fue la reforma agraria, que expropió tierras a los mayores terratenientes del país para redistribuir esas tierras entre el resto de la población menos favorecida (Walder, 1996).

Esta tarea de reconstrucción económica se vio pausada temporalmente por la Guerra de Corea, que se cobró la vida de cerca de un millón de ciudadanos chinos (Chen, 2010). Esta guerra, además, marcaría las pautas para el desarrollo de una China que quedaría “amenazada” por la presencia americana en Taiwán, y que quedaría adscrita al bloque soviético por la estrecha colaboración económica y militar con la Unión Soviética.

La economía comenzó a consolidarse a pasos agigantados ayudada en gran medida por el impulso del modelo soviético de desarrollo, que consistía en una economía planificada centrada principalmente en la industria pesada y la agricultura. Este modelo funcionó muy bien en un primer momento, pero conforme pasaba el tiempo iba siendo menos efectivo y surgieron tensiones entre China y la URSS, que culminaron con la ruptura de las relaciones y la salida de todo el personal técnico soviético del país asiático en 1960. China se quedaba entonces completamente aislada, sin aliados en el bloque occidental ni en el soviético. A pesar de este aislamiento, la economía siguió creciendo a un ritmo más que aceptable y, a pesar de alguna disputa en el poder por diversas discrepancias, el país estuvo en calma hasta la muerte de Mao en 1976 (Chen, 2010).

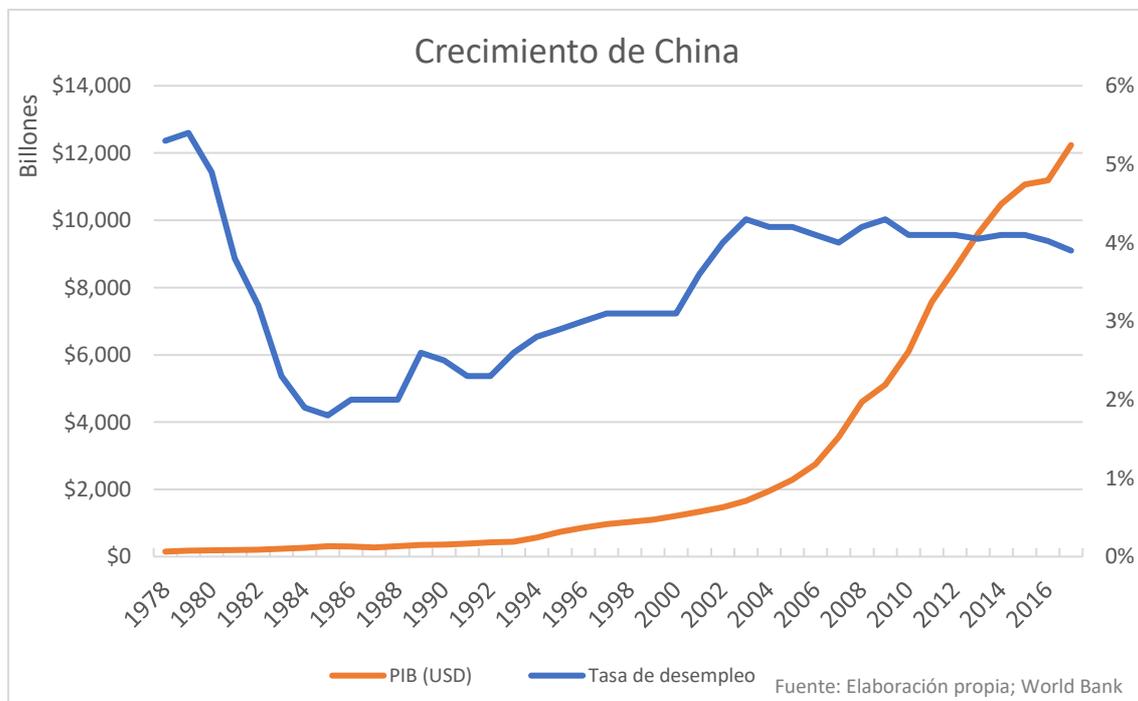
La muerte de Mao fue un duro golpe para la población, ya que se había dado un fuerte culto personalista a su figura, y desde este momento se abre una lucha por el poder encabezada por Hua Guofeng, al que Mao designó como sucesor, y Deng Xiaoping, un alto dirigente del Partido Comunista y líder regional. Los éxitos económicos derivados de las reformas llevadas a cabo por los partidarios de Xiaoping propiciaron su eventual ascenso al poder en 1981 (Walder, 1996).

Xiaoping abandonó el modelo soviético y llevó a cabo reformas agrícolas e industriales para continuar con el proceso de modernización del país. En el sector agrícola, se implantó el “sistema de responsabilidad”, por el que las cooperativas de campesinos se comprometían a llegar a un nivel mínimo de producción, por encima del cual podían vender el excedente en el libre mercado. Este sistema consiguió un aumento de la producción y de las rentas de la población rural. En el sector industrial, se implantó también un “sistema de responsabilidad industrial”, por el que las empresas estatales podían gestionar sus propios beneficios. Las empresas, al igual que los agricultores, se comprometían a dar al Estado una cuota, manteniendo el resto de beneficios en la empresa con posibilidad de reinversión. Esta cuota se transformó poco después en un impuesto sobre la renta (Walder, 1996).

Podemos empezar a ver, desde el comienzo del mandato de Xiaoping, una suave transición desde un fuerte comunismo, firme en todos sus preceptos, hacia un comunismo “suavizado”, que ya permitía un mínimo de libre mercado y establecía impuestos, pero sin llegar a confiscar todos los beneficios empresariales. Es precisamente esta lenta transición la que ha permitido, paulatinamente, que los mercados de valores tengan un hueco en China. Sin embargo, el sistema político, económico y moral del comunismo prohíbe expresamente la especulación, que condena como un lastre que perjudica al obrero y únicamente beneficia al que tiene capital, por lo que la evolución ha sido limitada (Tam, 1991).

La economía china ha seguido, desde la llegada al poder de Xiaoping, y posteriormente con el actual presidente Xi Jinping, una corriente de liberalización muy controlada que ha permitido el crecimiento de China a ritmos desorbitados. No ha sido una liberalización total, ni mucho menos, pues el gobierno chino sigue manteniendo un gran nivel de control sobre la economía, pero sí podemos ver que el gigante asiático va poco a poco abriendo sus puertas al exterior y adoptando una economía de mercado que poco recuerda al comunismo extremo de Mao Tse Tung (Tam, 1991).

Ilustración 2 - Crecimiento de China



Cabe hacernos la pregunta, llegados a este punto, de si la mentalidad comunista arraigada en China (aunque ya mucho más suavizada) perjudica al ahorro y a la inversión. Estando el comunismo en contra de los mercados de valores, la especulación y en definitiva la propiedad privada, puede que el gobierno haya tratado de desincentivar el ahorro a nivel individual enfocado a la inversión por encontrarse opuesto a sus principios. También cabría la pregunta sobre el efecto de la regulación en cuanto a cómo de protegidos se sienten los inversores, tanto nacionales como internacionales, en un entorno regulatorio laxo o estricto. Muchos inversores pueden sentir que una regulación demasiado laxa puede dejarles desprotegidos ante ciertos jugadores o situaciones de mercado, mientras que una regulación demasiado estricta puede hacer que los inversores sientan que existen demasiadas trabas a la hora de llevar a cabo la inversión, o que pueda existir incluso una manipulación intencionada de los mercados por parte de los reguladores (Lee, 2015).

Trataremos de contestar a estas preguntas más adelante, en el apartado de análisis, en el que sobre los resultados de la regulación en China y de su compleja estructura en cuanto a los mercados de valores en el país. Antes, resulta necesario estudiar los complejos mecanismos que existen en China para la inversión nacional y, sobre todo, internacional, que hasta hace poco era muy limitada debido a las trabas impuestas por el gobierno.

## La estructura de los mercados de valores en China

Actualmente, en China hay tres mercados de valores principales: Shanghái (SSE), Shenzhen (SZSE) y Hong Kong (HKSE). Procederemos a explicar brevemente cada uno de ellos y qué clases de instrumentos y acciones se pueden negociar en cada uno de ellos.

El *Shanghái Stock Exchange*, de ahora en adelante SSE, es el cuarto mercado de valores más grande del mundo por capitalización bursátil, con 5,5 trillones de dólares en abril de 2018 (SSE, 2019). Nacido a principios del siglo XX y con varios cambios de nombre, ha tenido una historia cuanto menos accidentada. Tras la revolución comunista de 1949, se vio obligado a cerrar sus puertas ante la nueva corriente de pensamiento que llegaba

al país, que no permitía la existencia de estos mercados. No obstante, con el ascenso al poder de Xiaoping y la consiguiente apertura de China al exterior, el SSE reabrió sus puertas en 1990. En este mercado, existen tres tipos de activos que se negocian: acciones, bonos y fondos de inversión. En cuanto a las acciones, concretamente, existen dos tipos: Clase A y Clase B. La Clase A, con precio en RMB (*renminbi* o yuan, la divisa china), destinada a la compraventa por inversores domésticos, y la clase B, con precio en dólares americanos, para la inversión extranjera, aunque en 2001 se permitió la compraventa de este tipo de acciones también por inversores domésticos (SZSE, 2018). Las acciones clase A, no obstante, pueden ser compradas por inversores extranjeros siempre que cumplan una serie de condiciones desde la reforma QFII (*Qualified Foreign Institutional Investor*) de 2002. Esta reforma establece una cuota máxima de inversión de 105 billones de dólares a abril de 2019 (Walker, 2019).

Por otro lado, el mercado de valores de Shenzhen es el tercero más grande del gigante asiático. La capitalización bursátil de las compañías registradas en él es de 2,8 trillones de dólares a junio de 2019 (SZSE, 2019), convirtiéndolo en el octavo mercado de valores más grande del mundo. En este mercado cotizan la mayoría de las empresas propiedad del Estado, así como compañías más pequeñas y en crecimiento, quedando el SSE como el principal mercado de valores chino y en el que cotizan las grandes empresas del país. Algunas de estas grandes empresas cotizan, además, en ambos mercados de valores (Tam, 1991).

El tercer gran mercado de valores de China es el de Hong Kong. Admite discusión el considerarlo un mercado de valores propiamente chino, al estar Hong Kong configurado como un territorio semindependiente de la República Popular de China hasta mediados del siglo XXI. No obstante, juega un papel esencial en la apertura de los mercados chinos al exterior desde 2014, cuando se puso en marcha el programa *Shanghái-Hong Kong Stock Connect*, del que hablaremos en detalle más adelante. Con una capitalización de mercado que casi alcanzó los 4 trillones de dólares en 2015, es el tercer mayor mercado de valores de Asia, por detrás del mercado de valores de Tokyo y el SSE (HKSE, 2019).

Este tamaño se debe principalmente a que es uno de los principales núcleos de inversión internacional en China (Morgan Stanley, 2019).

Entendiendo los tres primeros mercados en China podemos pasar a analizar la regulación que rige dichos mercados, poniendo énfasis en el proceso de apertura de China al resto de países y las leyes y reformas que han permitido esta apertura.

## La apertura de China al exterior: QFII, RQFII y Shanghái-Hong Kong Stock Connect

El programa QFII (*Qualified Foreign Institutional Investor*) fue el primer intento de la administración china de abrir las puertas de sus mercados de capitales, permitiendo a ciertos inversores extranjeros la inversión en acciones de clase A, antes limitadas para la compraventa por inversores domésticos. Este programa, introducido en 2002, abrió entonces el mercado chino a inversores institucionales extranjeros, que antes tenían restringidas estas operaciones debido a los estrictos controles de capital del gobierno chino. Esta iniciativa transformaba por completo los mercados chinos, pues antes de la introducción de este programa únicamente inversores domésticos operaban en estos mercados, mientras que ahora permitía la entrada de capital extranjero, con el consiguiente aumento de volumen y liquidez en el mercado, además de una mayor disponibilidad de capital por parte de las empresas locales. En un primer momento, la regulación de este programa se basaba en una estructura temporal llamada "*Temporary Regulation on Domestic Securities Investments by Qualified Foreign Institutional Investors*", un marco regulatorio bastante estricto que se cambió en 2006 por el paquete regulatorio que modera este programa a día de hoy: "*Regulation on Domestic Securities Investments by Qualified Foreign Institutional Investors*". Este paquete establece los requisitos para poder aplicar a este programa y convertirse en inversor institucional extranjero cualificado. Los requisitos son los siguientes (SZSE, 2018):

1. “tener una estructura de capital y financiación estable, tener buena credibilidad y cumplir con la escala mínima de activos establecida por la Comisión Reguladora de Valores de China (CSRC);
2. el número de empleados cumple con lo requerido según establezca la legislación vigente del país o región de origen;
3. tiene una estructura de gobierno saludable y un sistema de control interno riguroso y exhaustivo, no habiendo recibido ninguna sanción significativa en los últimos tres años;
4. el país de origen del candidato tiene un sistema legal y de supervisión completo, y el país de origen ha firmado un “memorando de entendimiento” (*Memorandum of Understanding*; MOU) con la CSRC, manteniendo cooperación activa en materia de supervisión;
5. requerimientos puntuales de la CSRC en base al principio de prudencia”

Cumpliendo con estos requerimientos, la CSRC otorgaría el estatus de QFII y se permitiría la inversión en el mercado de valores doméstico de China. Esta inversión se hace en torno a una cuota máxima que establece la SAFE (*China's State Administration for Foreign Exchange*). Las cuotas han variado sensiblemente con el paso del tiempo, empezando en 20 billones de dólares al inicio del programa en 2002. Desde entonces, se han ido incrementando paulatinamente, alcanzando un nivel actual ligeramente por encima de los 100 billones de dólares (Walker, 2019). Las cuotas las establece la SAFE en base a la situación económica, financiera y monetaria del país. Los instrumentos que pueden ser intercambiados conforme a este programa son acciones (excluyendo aquellas para inversión estrictamente extranjera), bonos del Estado, emisiones de deuda corporativa, bonos convertibles y otros instrumentos financieros aprobados por la CSRC (SZSE, 2018).

Hasta hace relativamente poco, las instituciones extranjeras que invertían en acciones o bonos chinos mediante el programa QFII sólo podían repatriar el 20% de las inversiones cada mes. Además, cada vez que un inversor QFII quería repatriar por

primera vez parte del capital invertido, el gobierno imponía un periodo de *lock-up* de tres meses, por el que no podían repatriar ese capital hasta pasado el *lock-up* o bloqueo. A mediados de 2018, no obstante, el gobierno chino aprobó reformas a la regulación del programa por el que se eliminaban tanto el límite del 20% a la repatriación de capital como el bloqueo durante tres meses. Empezamos a ver aquí la nueva intención del gobierno chino de minimizar el intervencionismo y los controles de capital, haciendo más atractiva la inversión en el país. En un paso más allá por incentivar la inversión extranjera, China permite desde 2018 también la cobertura con otras divisas para gestionar el riesgo de cambio de divisa adecuadamente (SZSE, 2018).

El programa QFII se vio complementado pocos años después, cuando en 2012 el gobierno chino anunciaba un nuevo programa destinado a inversores extranjeros: el RQFII (*RMB Qualified Foreign Institutional Investor*). En vista del éxito del programa QFII y viendo que este comenzaba a no ser suficiente, el gobierno chino decidió continuar con la relajación de los controles de capital. Este programa puede entenderse como un QFII mejorado, en cuanto a que todas las disposiciones del programa QFII están incluidas en el nuevo programa, además de que permite la compraventa de otros tipos de activos y permite la elegibilidad al programa de un mayor número de inversores (BNY Mellon, 2018).

El nuevo programa permite a las filiales de las sociedades nacionales (chinas) de gestión de fondos y de las sociedades de valores de Hong Kong invertir en el mercado de valores de la China Continental. A diferencia del programa QFII en el que la inversión se realiza en divisa extranjera, el programa RQFII permite la inversión directa en acciones clase A en RMB, la divisa local china. En un primer momento, la inversión en RMB se hacía por medio de cuentas bancarias "*offshore*" localizadas en Hong Kong. No obstante, conforme han pasado los años, la entidad reguladora ha ido ampliando los países desde los que se podía hacer uso de este programa. Así, ahora las firmas con domicilio en Hong Kong, Singapur, Reino Unido, Francia, Korea, Alemania, Australia, Suiza, EE. UU. y Luxemburgo pueden aplicar a este programa si cumplen los demás requisitos (BNY

Mellon, 2018). La cuota actual del programa a finales de 2018 se sitúa en 1,94 trillones de RMB, equivalente a 288 billones de dólares (Miang, 2018). En la siguiente tabla pueden verse las diferencias que existen entre los dos programas.

Tabla 1 - Diferencias entre los programas de apertura de China

	RQFII	QFII
Regulador	CSRC, SAFE	CSRC, SAFE
Requisitos a cumplir por los solicitantes	<p>Bancos comerciales:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• En funcionamiento durante más de 10 años</li> <li>• Instrumentos bajo gestión no inferiores a \$5 billones</li> <li>• Capital social "Tier 1" de no menos de \$300mn</li> </ul> <p>Sociedades de valores:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• En funcionamiento por más de cinco años</li> <li>• Instrumentos bajo gestión no inferiores a \$5 billones</li> <li>• Capital social no inferior a \$500mn</li> </ul> <p>Compañías de gestión de activos, aseguradoras y otras instituciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Experiencia en el sector superior a 2 años</li> <li>• Instrumentos bajo gestión no inferiores a \$500mn</li> </ul>	<p>Institución financiera que:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. tenga una estructura de capital y financiación estable, tenga buena credibilidad y cumpla con la escala mínima de activos establecida por la Comisión Reguladora de Valores de China (CSRC);</li> <li>2. el número de empleados cumple con lo requerido según establezca la legislación vigente del país o región de origen;</li> <li>3. tiene una estructura de gobierno saludable y un sistema de control interno riguroso y exhaustivo, no habiendo recibido ninguna sanción significativa en los últimos tres años;</li> <li>4. el país de origen del candidato tiene un sistema legal y de supervisión completo, y el país de origen ha firmado un Memorando de Entendimiento (<i>Memorandum of Understanding</i>; MOU) con la CSRC, manteniendo cooperación activa en materia de supervisión;</li> <li>5. requerimientos puntuales de la CSRC en base al principio de prudencia"</li> </ol>
Repatriación de fondos	100% del principal	100% del principal (desde mediados de 2018)

Fuente: Elaboración propia; SZSE, BNY Mellon

Queda a la vista que ya no existen demasiadas diferencias entre los dos, por lo que la entidad reguladora china está barajando la posibilidad de combinar los dos programas en uno para simplificar el proceso y atraer más capital al mercado chino (Reuters, 2019). El objetivo final es promover una “apertura de calidad de los mercados de capital del país introduciendo capital extranjero con previsiones de mantenerlo a largo plazo” en un momento en el que las tensiones comerciales entre EE.UU. y China estaban en su punto máximo, como mencionó la propia entidad reguladora en la nota de prensa de Reuters. El viceconsejero de la CSRC, Fang Xinhai, ha anticipado que habrá flujos positivos entrando en el país para la compraventa de instrumentos financieros en 2019 por valor de 89,5 billones de dólares, el doble que en 2018. Parece que esta apertura de los mercados está teniendo un resultado claro, y las empresas chinas tienen acceso a un mercado de capitales más libre y con mayores oportunidades. Este programa combinado expandiría, además, el tipo de instrumentos que pueden ser comprados o vendidos por los inversores extranjeros, incluyendo ahora también el mercado OTC (*over the counter*), fondos privados y recompras de bonos. También se permite el uso de derivados, teniendo acceso los inversores a futuros de índices, opciones y futuros de *commodities* (Reuters, 2019).

El último gran programa del regulador chino en este proceso de desregulación es el Shanghai-Hong Kong Stock Connect. Lanzado en noviembre de 2014, el programa permite a inversores de las bolsas de Shanghai y Hong Kong la inversión en la otra bolsa por medio de su propio mercado de valores, utilizando los *brokers* que utiliza para sus operaciones domésticas. Un inversor domiciliado en Hong Kong podría entonces invertir directamente a través de la bolsa de Hong Kong en instrumentos financieros registrados en la bolsa de Shanghai, y viceversa. El documento *Information Book for Investors*, publicado por la SFC (*Securities and Futures Commission*; Comisión reguladora de Hong Kong), establece el marco regulatorio del programa, que ha sido revisado varias veces.

Este programa es accesible por todos aquellos inversores de Hong Kong e inversores internacionales para la compra de instrumentos en la bolsa de Shanghai. No obstante,

sólo los inversores con más de RMB 500.000 en su cuenta o bien inversores que tengan la clasificación de QDII (*Qualified Domestic Institutional Investor*) podrán comprar acciones registradas en el mercado de Hong Kong. De momento, las acciones que pueden ser intercambiadas en la bolsa de Shanghái mediante este programa son las acciones clase A, aunque las entidades reguladoras han anticipado que en un futuro puede que se amplíe. Del mismo modo, los inversores continentales chinos podrán invertir en acciones que formen parte de los índices *Hang Seng Composite LargeCap Index* y *Hang Seng Composite MidCap Index*, así como todas las acciones clase H (acciones de compañías domésticas chinas registradas en el HKSE con precio en dólares de Hong Kong) que no formen parte de los índices mencionados pero que estén debidamente registradas también en el mercado de valores de Shanghái (SFC, 2018).

Del mismo modo que con los programas QFII y RQFII, las entidades reguladoras han establecido una serie de cuotas para limitar los movimientos, aunque en este programa funcionan de manera diferente. En un primer momento existían cuotas “agregadas” que servían como un control anual a los movimientos entre los mercados. No obstante, desde 2016 se abolieron las cuotas agregadas dejando en su lugar unas cuotas diarias dinámicas monitorizadas por cada mercado basadas en un sistema de “compra neta”. Mediante este sistema, los inversores siempre pueden vender sus instrumentos, aunque ya se haya agotado la cuota diaria, pero no podrían realizar compras al haberse agotado la cuota. La cuota diaria “northbound” (de HKSE a SSE) es de 52 billones de *renminbi* (7,7 billones de dólares), mientras que la cuota “southbound” (de SSE a HKSE) es de 42 billones de *renminbi* (6,2 billones de dólares). Todas las compras y ventas que se hagan mediante este programa han de hacerse en la divisa local china (RMB) (SFC, 2018).

Cabe destacar que, en 2016, año en el que se eliminaron las cuotas agregadas, también se llegó a un acuerdo para incluir al Shenzhen Stock Exchange (SZSE) en esta pasarela de inversión (Beller et al., 2017). Estando los tres grandes mercados de valores chinos integrados en esta pasarela de doble sentido se ha conseguido un sistema de inversión muy atractivo para inversores extranjeros en el mercado chino, ya que invirtiendo desde

HKSE se sortean una grandísima parte de las restricciones impuestas para la inversión en China que, como hemos visto en este apartado, cada vez son menos.

## **b. Comparación de los marcos reguladores de China y Estados Unidos**

Este apartado del análisis comparará los marcos reguladores de ambos países, con el objetivo principal de tratar de demostrar que verdaderamente existen dos “corrientes” reguladoras: una enfocada a la transparencia y la protección del inversor minorista, y otra típica de economías más cerradas y que consiste en una apertura de sus mercados al exterior, permitiendo la entrada de capital extranjero.

La regulación norteamericana que hemos explicado en este trabajo es la piedra angular de las leyes sobre instrumentos financieros en Estados Unidos, así como el modelo en el que se basaron numerosos países para su propia regulación. Es una regulación en la que se incide siempre en la transparencia, y en la necesidad de que los diversos jugadores del mercado tengan unas normas que seguir para garantizar un terreno equilibrado en el que todos puedan salir beneficiados. La ley de 1934 ya hace referencia en numerosas ocasiones a la transparencia estableciendo requerimientos de publicación (*disclosure*). Esta publicación va dirigida a conseguir crear un sentimiento de confianza en los inversores, para que sientan que sus intereses están protegidos y que disponen de la información necesaria y, sobre todo, veraz, para tomar decisiones de inversión.

Por otro lado, la regulación en China también tiene algunos de estos requerimientos de publicación, aunque el problema aquí es ya estructural. Hace más de veinte años, Xianghai Ma comentaba en su trabajo de 1996 sobre los controles de capital en China el recelo que tienen los inversores extranjeros hacia la inversión en China. En su trabajo, comentaba en detalle que los inversores de fuera del país veían una falta de transparencia en cuanto a la presentación de resultados empresariales, así como los futuros objetivos de las empresas. China es un país con una fuerte intervención del

Estado, que no ha dudado en muchas ocasiones en alterar cifras para ofrecer una imagen que fuera mejor de cara al exterior, aunque el resultado final era justo lo contrario a lo que pretendían (Ma, 1996). Además, el autor también hablaba de que un gran número de empresas no publicaban ningún tipo de informe ni presentación en inglés, haciendo que de manera efectiva hubiera menos información disponible y aumentando ese recelo de los inversores.

Lijung y Yiqiang añadían, además, que el fuerte aparato burocrático del gobierno chino, con su constante intervencionismo, creaba desconfianza en los inversores pues sentían que, a pesar de poder tomar una decisión de inversión con un cierto nivel de certeza e información, el Estado podía intervenir de alguna manera la empresa en cualquier momento, y ello les hacía desistir de la inversión (Lijung y Yiqiang, 2005). Esto sigue vigente a día de hoy, aunque en menor medida. La apertura de los mercados de capitales chinos al exterior estableció algún vago requerimiento de publicación adicional, aunque sigue siendo muy limitado y, para algunos inversores, se antoja insuficiente (Bethel y Sirri, 2016).

A la vista de estos miedos, parece claro que las entidades reguladoras en China deben tomar cartas en el asunto y promover una mayor transparencia y publicación sobre los emisores de instrumentos en sus mercados. Esto debería contribuir no ya a la inversión extranjera, sino también a una mayor inversión doméstica. En contraste con los Estados Unidos, donde los inversores tienen un nivel de confianza relativo bastante superior (Steinberg, 2017), en China todavía puede mejorarse.

Parece cada vez más claro que los Estados Unidos avanzan a paso firme con su apuesta por la transparencia para atraer cada vez más capital. China, por el contrario, sigue atrapada en el proceso de apertura de sus mercados. En el caso concreto de estos dos países, podemos establecer con claridad que realmente existen dos corrientes reguladoras actualmente: la corriente de la transparencia y la información, y la corriente de apertura de los mercados. Al fin y al cabo, ambas teorías se complementan hasta cierto punto, pues una mayor transparencia debería crear deseo de invertir en el

exterior, y si no existe un mecanismo a través del cual invertir en el país en cuestión, habrá que proveerlo.

Respecto al éxito de los diversos programas de apertura de los mercados de China, cabe destacar que ha sido limitado. Desde 2002, la CSRC, entidad reguladora del país asiático, ha ido introduciendo diversos programas para permitir una entrada gradual de inversores extranjeros en sus mercados de valores y de capital. Morgan Stanley publicó a principios de 2019 un informe en el que analizan los flujos de capital del país en cuanto a inversiones, así como los porcentajes de propiedad de acciones y bonos del Estado por inversores extranjeros. Estudiando estas cifras, podemos concluir que el éxito de los programas ha sido, cuanto menos, limitado. La propiedad de bonos del gobierno chino se ha incrementado desde apenas el 2% en junio de 2014 hasta cerca de un 8% a finales de 2018. Por el lado de las acciones, el progreso ha sido mucho menor. En junio de 2014, la propiedad del total de las acciones de empresas domésticas chinas era de 1,8%, y a finales del 2018 se situaba en sólo 2,5% (Morgan Stanley, 2019).

La propiedad de acciones y bonos por parte de inversores extranjeros parece un indicador muy relevante para analizar el éxito de estos programas. El aumento de propiedad de bonos gubernamentales puede deberse entre otros factores a que China cada vez es un país más consolidado con una cierta calidad crediticia, además de tener unos tipos de interés muy atractivos en el entorno actual de tipos bajos o incluso negativos en Europa (Sun, Zhao, Wang y Wu, 2018).

Por otro lado, el aumento de propiedad del capital de las empresas por inversores extranjeros ha aumentado en apenas un 0,5% en un periodo ligeramente superior a cinco años, a pesar del tremendo esfuerzo de la reguladora china por abrir sus mercados a inversores extranjeros. Parte de este incremento menor a lo esperado puede deberse a que entre un 30% y un 40% del PIB del país son SOE o empresas cuya propiedad es estatal (U.S. Department of Commerce, 2017), que en muchas ocasiones son reacias a la entrada de capital externo, además de que los inversores externos temen la intervención del gobierno, como ya hemos comentado. Los analistas de Morgan Stanley,

no obstante, hacen especial incidencia en la necesidad de mayor transparencia, como anticipábamos antes; consideran que si el ejecutivo chino decide hacer una apuesta real por la transparencia en sus mercados, con necesidades más estrictas de publicación, así como mayores castigos si se incumplen estos requerimientos o se da información manipulada, este porcentaje de propiedad podría llegar a triplicarse en los próximos diez años (Morgan Stanley, 2019).

## 6. Conclusión

Este apartado servirá como un breve resumen de todo lo que ya hemos mencionado a lo largo del trabajo, y en él recopilaremos los principales mensajes extraídos de los diversos apartados.

En un primer momento, hemos estudiado brevemente la historia de los mercados de valores, conociendo cómo se formó el primero y la posterior creación de algunos de los más importantes, como los de Nueva York o Londres. Gracias a este análisis, concluimos que la corriente reguladora del siglo XX vino dada por la gran crisis de los años 30 en Estados Unidos.

Esta corriente reguladora buscaba principalmente la transparencia en los mercados, la publicación de información, y establecer unas ciertas garantías y normas de conducta de todos los actores del mercado para que los mercados fueran un terreno de juego neutral en el que ninguno pudiera beneficiarse a costa de los demás. Estudiamos las dos principales leyes que regulan los mercados en Estados Unidos, que son el *Securities Act de 1933* y el *Securities Exchange Act de 1934*, confirmando esta búsqueda de transparencia.

Una vez estudiamos la regulación estadounidense más importante, pasamos a ver los diversos programas de apertura de los mercados en China: QFII, RQFII y Shanghái-Hong Kong Stock Connect. Estos permitían gradualmente mayores mecanismos para la inversión en China, aunque siguen teniendo una carga burocrática considerable. No obstante, reflejan el esfuerzo de la administración china de abrir sus mercados al exterior, aunque manteniendo un cierto control en los flujos de capital, pues se establecían cuotas diarias y anuales, y algunos programas tenían mayores restricciones.

Habiendo establecido los dos marcos reguladores, procedemos a analizarlos para extraer varias conclusiones. La primera es que los programas de apertura de China han tenido un éxito limitado. A pesar de que se ha incrementado el porcentaje de propiedad de inversores extranjeros en bonos del Estado chino y en acciones de compañías chinas,

el incremento ha sido poco significativo en las acciones concretamente. Llegamos a la conclusión de que esto es, principalmente, por la falta de transparencia que existe en China, que hace que a pesar de tener los mecanismos de inversión disponibles, muchos inversores sean reacios a invertir por la existencia de información falseada y la intervención del Estado.

Otra de las conclusiones a las que llegamos es que realmente existen dos corrientes de regulación: la corriente de la transparencia, y la corriente de apertura. No obstante, en este trabajo sólo se ha estudiado el caso concreto de Estados Unidos y China, pero sería muy interesante estudiarlo a nivel global, con más casos, para determinar si realmente el modelo político tiene tanta influencia como parece tener en el caso de China y EEUU. Estudiar los casos de países con influencia soviética, como los países que formaban parte de la URSS, permitirían confirmar que realmente existen dos “bloques” de países en cuanto a los mercados de valores: aquellos de corte liberal y economías de mercado, que estarían ya abiertos al exterior y seguirían la corriente reguladora enfocada en la transparencia, y los países tradicionalmente socialistas o comunistas, en los que muy posiblemente se encontraran en la fase de apertura de sus mercados. Esto queda, no obstante, como una teoría a falta de confirmarlo con más casos, pero en el caso de China-EEUU parece que el modelo político ha influenciado notablemente a los mercados de valores y a la regulación de los mismos.

Una vez China llegue a abrir sus mercados completamente, necesitará complementar esta apertura de una mayor transparencia para conseguir así atraer al mayor número posible de inversores. Esto facilitará el acceso al capital de compañías chinas, que presumiblemente podrán crecer a mayor ritmo y seguirán llevando a China hasta su objetivo de ser la mayor potencia mundial.

## 7. Bibliografía

Beller, A. L., et al. (2017). *US regulation of the international securities and derivatives markets*. Wolters Kluwer.

Bernanke, B. (2000). *Essays on the great depression*. Princeton University Press.

Bethel, J. E., y Sirri, E. R. (2016). Securities Regulation During and After the 2008 Financial Crisis. *The New International Financial System: Analyzing the Cumulative Impact of Regulatory Reform*, 215-252

BNY Mellon. (2018). *Decoding the full potential of RQFII*. New York: BNY Mellon.

Bolsas y Mercados Españoles. (2019). Informe de Mercado 2018. Resumen del año. | BME Bolsas y Mercados Españoles. Recuperado de <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2018>

Burk, J. (1985). The origins of federal securities regulation: a case study in the social control of finance. *Social Forces*, 63(4), 1010-1029.

Chen, J. (2010). *Mao's China and the cold war*. Univ of North Carolina Press.

Cox, J. D., Hillman, R. W., y Langevoort, D. C. (2016). *Securities regulation: cases and materials*. Wolters Kluwer Law & Business.

Dykes, S. E., y Whitehouse, M. A. (1989). The establishment and evolution of the Federal Reserve Board: 1913-23. *Fed. Res. Bull.*, 75, 227.

EFE. (2014). Bankia debe devolver 900.000 euros a un octogenario por las preferentes. Recuperado de <https://www.publico.es/politica/bankia-debe-devolver-900-000.html>

Hazen, T. L. (2011). *Federal Securities Law* (3ª edición). Washington, D.C.: Federal Judicial Center

- Langevoort, D. C. (1992). Theories, assumptions, and securities regulation: Market efficiency revisited. *University of Pennsylvania Law Review*, 140(3), 851-920.
- Lee, Y. H. A. (2015). The Efficiency Criterion for Securities Regulation: Investor Welfare or Total Surplus. *Ariz. L. Rev.*, 57, 85.
- Lijun, X., y Yiqiang, F. (2005). Government Control, Institutional Environment and Firm Value: Evidence from the Chinese Securities Market. *Economic Research Journal*, 5, 40-51.
- Ma, X. (1996). Capital controls, market segmentation and stock prices: Evidence from the Chinese stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 4(2-3), 219-239.
- Miang, C. (2018). China removes QFII, RQFII funds limits, could mean USD 48 trln mkts for foreign investors - ChinaKnowledge. Recuperado de <https://m.chinaknowledge.com/Experts/Article/67207>
- Morgan Stanley. (2019). *The Transformation of China's Capital Flows*. Morgan Stanley.
- National Bureau of Economic Research. (2019). Unemployment Rate for United States. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/M0892AUSM156SNBR>
- Porta, R. L., López-de Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1999). *Investor protection: origins, consequences, and reform*. National Bureau of Economic Research.
- Reuters. (2019). China to combine QFII, RQFII schemes, expand foreign investment scope. Recuperado de <https://www.reuters.com/article/us-china-markets-foreign-investment/china-to-combine-qiif-rqiif-schemes-expand-foreign-investment-scope-idUSKCN1PP1GF>
- Roe, M. J. (2006). Legal origins, politics, and modern stock markets. *Harvard Law Review*, 120, 460.

SEC. (2019). Rules of Practice. *Code of Federal Regulations*. Recuperado de <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=09ef3e57558d4099ffe43a56f1a32775&mc=true&node=pt17.3.201&rgn=div5>

SEC v. Howey Co. 328 US 293 (U.S. Supreme Court 1946).

SFC. (2018). *Information Book for Investors - SH-HK Connect*. Hong Kong: Securities and Futures Commission.

SSE. (2019). Market overview | SHANGHAI STOCK EXCHANGE. Recuperado de <http://english.sse.com.cn/indices/statistics/market/>

Steinberg, M. I. (2017). Securities regulation.

Sun, Y., Zhao, X., Wang, S., y Wu, G. (2018). Feasibility Study on the Issue of China's Pension Fund Investing Capital Market. *Advances In Social Science, Education And Humanities Research (ASSEHR)*, 184.

SZSE. (2018). About QFII. Recuperado de <http://www.szse.cn/enqfii/aboutqfii/>

SZSE. (2019). Market Overview and Statistics. Recuperao de <http://www.szse.cn/English/siteMarketData/marketStatistics/overview/index.html>

Tam, O. K. (1991). Capital market development in China. *World Development*, 19(5), 511-532.

U.S. Bureau of Economic Analysis. (2019). Real Gross Domestic Product [GDPC1]. Recuperado de <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>

U.S. Congress. (1934). *Securities Act of 1933*. Washington, D.C.

U.S. Congress. (1934). *Securities Exchange Act of 1934*. Washington, D.C.

U.S. Congress. (1968). *Williams Act of 1968*. Washington, D.C.

U.S. Congress. (2004). *Sarbanes-Oxley Act of 2004*. Washington, D.C.

U.S. Department of Commerce. (2017). China - 7-State Owned Enterprises | export.gov. Recuperado de <https://www.export.gov/article?id=China-State-Owned-Enterprises>

Verdier, D. (2001). Capital mobility and the origins of stock markets. *International Organization*, 55(2), 327-356.

Walker, R. (2019). China doubles QFII quota. Retrieved from <https://fundselectorasia.com/china-doubles-qfii-quota/>

Walder, A. G. (1996). *China's transitional economy*. Oxford University Press.

Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783 (S.D.N.Y. 1979)

World Bank. (2019). China | Data. Recuperado de <https://data.worldbank.org/country/china>