

## CAPÍTULO TRES

# Función del gobierno en los mercados financieros

## OBJETIVOS DE APRENDIZAJE

*Una vez que termine este capítulo el lector comprenderá:*

- La justificación típica para la reglamentación de los mercados.
- Las diferentes formas en que el gobierno reglamenta los mercados, incluyendo la reglamentación para la declaración, la actividad financiera, las instituciones financieras, la participación de firmas extranjeras y la reglamentación del sistema monetario.
- El debate sobre la utilidad de la reglamentación para la declaración.
- El papel de las organizaciones autorreglamentadas.
- Las distintas maneras en que se implementa la reglamentación en Estados Unidos, Japón, Alemania y el Reino Unido.
- Las principales agencias reglamentadoras en Estados Unidos, Japón, Alemania y el Reino Unido.
- El alcance de la reforma reglamentaria en los años ochenta.
- Las causas de la reforma, incluyendo las crisis financieras, las innovaciones financieras y la globalización.

Los mercados financieros juegan un papel prominente en muchas economías, y los gobiernos de todo el mundo han considerado necesario, desde hace tiempo, reglamentar determinados aspectos de estos mercados. En sus capacidades de reglamentación los gobiernos influyen en gran medida en el desarrollo y evolución de los mercados financieros e instituciones. Es importante darse cuenta de que los gobiernos, mercados e instituciones, tienden a comportarse interactivamente y a afectar sus acciones recíprocas en determinadas formas. Por lo tanto, no es sorprendente encontrar que las reacciones del mercado a los reglamentos causen, frecuentemente, una respuesta nueva del gobierno, que a su vez puede originar que las instituciones que participan en el mercado cambien todavía más su comportamiento y así sucesivamente. Es importante conocer la manera en que el gobierno puede afectar al mercado y a sus participantes para comprender los diversos mercados y valores que van a ser descritos en los capítulos siguientes. Por esa razón hablaremos acerca de la función reglamentadora en esta etapa temprana.

Debido a diferencias en cultura e historia, varios países reglamentan los mercados e instituciones financieros en diversas formas, enfatizando más algunas que otras. En este capítulo trataremos los reglamentos de Estados Unidos, y mostraremos cómo se comparan los de tres sistemas financieros importantes (Japón, Alemania y el Reino Unido) con el enfoque estadounidense. Nuestro objetivo no es proporcionar una relación detallada de las estructuras reglamentadoras ni de las de ningún país. En vez de ello presentamos una visión amplia de los objetivos y tipos de reglamentos que los gobiernos ponen actualmente en sus sistemas financieros.

## PROPÓSITOS Y FORMAS DE REGULACIÓN

---



### *Justificación de la regulación*

La explicación estándar, o justificación, para la reglamentación gubernamental de un mercado es que éste, por sí mismo, no producirá sus mercancías o servicios particulares en una forma eficiente y al menor costo posible. Por supuesto, la eficiencia y la producción a bajo costo son marcas de un mercado competitivo perfecto. Por lo tanto, un mercado incapaz de producir eficientemente no es competitivo y no obtendrá ese estado por sí mismo en el futuro próximo. También es posible que los gobiernos puedan reglamentar mercados que están siendo vistos actualmente como competitivos, pero incapaces de mantener la competencia y por lo tanto, la producción a bajo costo y a largo plazo. Una versión de esta justificación para la reglamentación es aquella en la que el gobierno controla una característica de la economía que los mecanismos de competencia y precio del mercado no pueden manejar sin ayuda. Una expresión común que usan los economistas para describir las razones para los reglamentos es "falla del mercado". Se dice que un mercado así es cuando falla y no puede por sí mismo mantener todos los requerimientos para una situación competitiva.

Los gobiernos de la mayoría de las economías desarrolladas han creado sistemas elaborados de reglamentación para los mercados financieros, debido en parte,

a que son complejos por sí mismos y extremadamente importantes para las economías generales en las que operan. Las diversas reglas y reglamentaciones están diseñadas para servir a varios propósitos que caen en las siguientes categorías:

1. Prevenir que los emisores de valores defrauden a los inversionistas encubriendo información relevante.
2. Promover la competencia y la imparcialidad en el comercio de valores financieros.
3. Promover la estabilidad de las instituciones financieras.
4. Restringir las actividades de empresas extranjeras en los mercados e instituciones domésticas.
5. Controlar el nivel de la actividad económica.

Correspondiendo a cada una de estas categorías se encuentra una forma importante de reglamentación. Trataremos cada forma en turno, y después exploraremos la manera en que estas formas de reglamentación afectan a los cuatro sistemas financieros principales del mundo.

### *Introducción a las formas de regulación*

La *reglamentación de la declaración* es la forma que requiere que los emisores de valores hagan pública una gran cantidad de información financiera a los inversionistas actuales y potenciales. La justificación estándar para las reglas de declaración es que los administradores de las empresas emisoras tienen mayor información acerca de la salud financiera y el futuro de la empresa, que los inversionistas que poseen o están considerando la compra de valores de la empresa. Aquí la causa de la falla del mercado, si es que llegara a ocurrir, es comúnmente descrita como "información asimétrica", que significa que los inversionistas y administradores tienen acceso desigual o posesión desigual de información. A esto se le menciona como el "problema de agencia", en el sentido de que los administradores de la empresa que actúan como agentes para los inversionistas pueden actuar con interés propio en desventaja de los inversionistas. Los partidarios de las reglas de declaración dicen que, en ausencia de las reglas, el conocimiento comparativamente limitado de los inversionistas acerca de la empresa, podría permitir que los agentes los comprometieran en estas prácticas.

Es interesante hacer notar que varios economistas prominentes niegan la necesidad o justificación de las reglas de declaración. Encabezados por George Benston, argumentan que el mercado de valores podría, sin ayuda del gobierno, obtener toda la información necesaria para la asignación adecuada de precio a los valores nuevos y existentes. Con esta visión, las reglas que supuestamente extraen datos importantes de los agentes administradores son redundantes.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> George J. Benston, "Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934", *American Economic Review* (marzo de 1973), pp. 132-155.

Una forma de ver este argumento es preguntar qué harían los inversionistas si una empresa que estuviera tratando de vender nuevas acciones no proporcionara todos los datos que quisieran. En ese caso, los inversionistas se rehusarían a comprar los valores de esa empresa, dándoles un valor de cero, o descontarían o subvaluarían los mismos. Por tanto, una empresa que ocultara información importante pagaría una pena en forma de procedimientos reducidos para la venta de nuevos valores. La amenaza de esta pena es un incentivo potencial para la declaración, como lo son los reglamentos de la agencia gubernamental

*La reglamentación de la actividad financiera* consiste de reglas acerca de los comerciantes de valores y el comercio en los mercados financieros. Un buen ejemplo de esta forma de reglamentación es el juego de reglas en contra del comercio por parte de los involucrados, que son oficiales corporativos y otros que están en posición de saber más de los prospectos de la empresa que el público inversionista en general. La utilización de información confidencial es otro problema planteado por la información asimétrica, que es por supuesto, inconsistente con un mercado competitivo. Un segundo ejemplo de este tipo de reglamentación podrían ser las reglas que se refieren a la estructura y operación de las casas de bolsa donde estos valores se comercian. Los argumentos que soportan estas reglas se apoyan en la posibilidad de que los miembros de la casa de bolsa pueden ser capaces, bajo determinadas circunstancias, de coludirse y defraudar al público inversionista en general.

*La reglamentación de las instituciones financieras* es esa forma de monitoreo gubernamental que restringe las actividades en las áreas vitales de prestar, pedir prestado y otorgar fondos. La justificación para este tipo de forma de reglamentación gubernamental es que las empresas financieras tienen un papel especial a desempeñar en una economía moderna: ayudan a ahorrar a los jefes de familia y a las empresas, también facilitan los pagos completos entre muchos elementos de la economía, y, en el caso de los bancos comerciales, sirven como conductos para la política monetaria del gobierno. Por lo tanto, se argumenta frecuentemente que la falla de estas instituciones financieras podría perturbar severamente la economía.

*La reglamentación de participantes extranjeros* es la forma de la actividad gubernamental que limita las acciones que pueden tener las empresas extranjeras en los mercados domésticos y su propiedad o control de las instituciones financieras.

Las autoridades usan *la reglamentación monetaria* para tratar de controlar los cambios en la disponibilidad de moneda del país, que se piensa que controla el nivel de la actividad económica. En capítulos posteriores se proporcionará una revisión detallada de este tipo de reglamentación gubernamental. La mencionamos aquí brevemente para dar una imagen extensa del papel del gobierno en los sistemas financieros modernos.

► PUNTOS IMPORTANTES QUE DEBEN COMPENDERSE ANTES DE CONTINUAR:

1. La explicación estándar para la reglamentación gubernamental de los mercados de bienes y servicios.
2. Lo que es la declaración y el significado de la reglamentación de la declaración.

3. Lo que significa el término "información asimétrica".
4. Las razones por las cuales un gobierno pudiera regular la actividad financiera de determinadas personas y el comportamiento de determinadas instituciones financieras.

## REGULACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

La estructura reglamentaria en Estados Unidos es en gran medida, el resultado de las crisis financieras que han sucedido en diversos tiempos. La mayoría de los reglamentos es producto del quiebre de la bolsa de 1929 y la Gran Depresión de los años treinta. Algunos de los reglamentos pueden tener poco sentido económico en los mercados financieros actuales, pero pueden deberse a algún abuso que encontraron los legisladores, o que pensaron que encontrarían en algún momento. Lo que es más, a excepción de la reglamentación para las instituciones financieras, las otras tres formas de reglamentación son más frecuentemente una función del gobierno federal, teniendo el gobierno estatal un papel secundario. Por esta razón, nuestra discusión sobre las reglamentación en Estados Unidos, se concentra en el gobierno federal y sus agencias. Cuando tratamos determinadas instituciones financieras en Estados Unidos, examinamos brevemente el papel del gobierno estatal.

En Estados Unidos se empeñan en la reglamentación de la declaración. Estas reglamentaciones están contenidas en dos importantes legislaciones federales: la Securities Act of 1933 (o la "Securities Act") y la Securities Exchange of 1934 (o la "Exchange Act"). La actas son enmendadas periódicamente. La Securities Act trata principalmente sobre la distribución de *nuevos* valores y tiene dos objetivos. Primero, requiere que a los inversionistas se les dé una declaración adecuada y precisa en relación a los valores distribuidos al público.<sup>2</sup> Segundo, prohíbe los actos y prácticas fraudulentos, la falsificación y el engaño en la venta de valores. Mientras la Exchange Act trata muchos temas reglamentarios, una parte se encarga de las provisiones periódicas de declaración, diseñadas para proporcionar material informativo actual acerca de los valores comerciados públicamente. Por lo tanto, mientras la Securities Act trata acerca de los requerimientos de declaración para los valores cuando se emiten por primera vez, la Exchange Act trata sobre los requerimiento de declaración periódica para los valores maduros. La Securities and Exchange Commission (SEC) está facultada con la responsabilidad de la administración de estas dos actas. La SEC fue creada por la Exchange Act.

Ninguno de los requerimientos de declaración, tal como están establecidos en las dos actas, ni las actividades de la SEC, constituyen una garantía, certificación o aprobación de los valores que están siendo emitidos. Es más, las reglas del gobierno no representan un intento para prevenir la emisión de valores riesgosos. En vez de ello, la única motivación del gobierno (y de la SEC) en este aspecto es proporcionar a los inversionistas la información diligente e inteligente necesaria

<sup>2</sup> Nancy H. Wojtas, "Regulation of the Securities Markets: Securities and Exchange Commission", capítulo 7 en la edición de Frank J. Fabozzi y Frank G. Zarb, *Handbook of Financial Markets* (Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1986), pp. 116-118.

para una buena evaluación de los valores. Este enfoque de la reglamentación se apoya en gran medida sobre la "hipótesis de mercado eficiente", que postula ampliamente que la información relevante acerca de los emisores disponible públicamente, conducirá a una asignación de precio correcta de los valores libremente comerciados en mercados que están funcionando adecuadamente.<sup>3</sup> (El capítulo 15 tratará los mercados eficientes con mayor detalle.)

La reglamentación de la actividad financiera está también implementada en Estados Unidos. La SEC tiene la tarea de monitorear cuidadosamente las operaciones comerciales que los oficiales corporativos, directores o accionistas principales ("insiders") hacen con los valores de sus empresas. Las provisiones están establecidas en la Exchange Act. Para mantener al público al corriente de estas situaciones, la SEC publica las operaciones comerciales de los insiders en su revista mensual *Official Summary of Securities Transactions and Holdings*.

Las casas de cambio organizadas, tal como la New York Stock Exchange y la American Stock Exchange, también tienen un papel en la reglamentación al poner las condiciones para las acciones y bonos comerciados que listan y por el monitoreo de las relaciones de los corredores con el público. Sobre este punto, la National Association of Securities Dealers (NASD) es un contribuyente importante a la reglamentación del comercio. La NASD es una organización autorreglamentada (o SRO, por sus siglas en inglés) cuyos miembros deben satisfacer determinados estándares de conducta en la emisión de valores y su venta al público. Otros mercados financieros de Estados Unidos también tienen sus propias SRO.

Dos agencias comparten la responsabilidad de la reglamentación federal sobre el comercio de opciones y futuros, que son valores derivados descritos a detalle en los capítulos 20 a 30. La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) licencia los intercambios futuros, monitorea su comercio y autoriza a empresas para que operen los intercambios y proporcionen servicios al público. La CFTC también aprueba contratos a futuros individuales, que deben servir al "propósito económico" de ser útiles para la cobertura. La aprobación no es el endoso de un contrato, y los inversionistas comercian los valores a su propio riesgo. La National Futures Association (NFA) es una SRO que ha asistido desde principios de los ochenta a la CFTC en el monitoreo del comercio, previniendo el fraude y tomando las acciones disciplinarias cuando es adecuado. La SEC tiene la responsabilidad de vigilar la mayoría de los mercados de opciones, y ejecutar muchas de las funciones que realiza la CFTC con los mercados de futuros. Las principales SRO de los mercados de opciones son la NASD y las diversas casas de cambio donde se comercian las opciones.

El gobierno de Estados Unidos ha impuesto un extenso arreglo de reglamentaciones sobre las instituciones financieras. Aunque se ha levantado presión para modificar el sistema y transformaciones significativas pueden llegar pronto, la mayoría de estas reglamentaciones restringen lo que las instituciones financieras hacen en los mercados y la manera en que estas instituciones manejan sus activos y pasivos. Un ejemplo de estas restricciones ha sido la oposición gubernamental para la creación de bancos nacionales con sucursales en todos los estados y regiones. De

---

<sup>3</sup> Charles J. Johnson, Jr., *Corporate Finance and the Securities Laws* (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall Law & Business, 1991), p. 43.

hecho, Estados Unidos tienen actualmente un conjunto grande y problemático de reglamentos estatales y federales que restringen a los miles de bancos comparativamente pequeños a unidades geográficas específicas. El Glass-Steagall Act es otra reglamentación que limita la libertad de los bancos comerciales en los mercados de valores. Sin embargo, recientes problemas en el área de servicios financieros resaltan la necesidad de que las instituciones lleguen a ser más competitivas y diversificadas, y el muro Glass-Steagall entre los bancos y la industria de valores se está erosionando rápidamente desde principios de la década de los noventa.

El Federal Reserve System, una agencia independiente responsable del dinero de la nación y del sistema bancario, pone demasiadas restricciones a las instituciones de depósito. Por ejemplo, el Fed dice los requerimientos mínimos sobre la cantidad de acciones (o contribuciones de los accionistas) que deben tener los bancos en relación con sus activos. Las reglas actuales se basan en el acuerdo de 1988 (llamado Basle Agreement) entre los países más industrializados. En el pasado, el Fed estableció un nivel máximo sobre las tasas de interés que los bancos comerciales podían pagar, pero afortunadamente el gobierno federal ha descontinuado esta emisión de reglas improductivas. Otra agencia gubernamental, la Office of Thrift Supervision (OTS) monitorea el tipo y la cantidad de préstamos que hacen las asociaciones de ahorro y préstamo. (Hasta los setenta, la labor de cuerpos reglamentadores, la Federal Home Loan Bank Board y la Federal Savings and Loan Insurance, por ejemplo, controlaron mucha de la actividad de ahorros y préstamos, pero muchos de sus elementos están ahora agrupados en la estructura de la OTS.) En el capítulo 4 hay más discusiones sobre la reglamentación de la administración de activos y pasivos en los bancos y en las S&L. Otras instituciones financieras, tales como las compañías de seguros y de fondos de pensión, también deben trabajar con sistemas reglamentadores complejos, que serán descritos en los capítulos 7 y 9 respectivamente.

Las reglamentaciones de Estados Unidos permiten que los bancos de propiedad extranjera funcionen generalmente bajo las mismas reglas complicadas que se aplican a los bancos nacionales. Cientos de oficinas de bancos extranjeros operan actualmente en Estados Unidos.

De manera similar con muchos países, en Estados Unidos se reglamenta la participación de empresas extranjeras en sus mercados de valores financieros domésticos. Sin embargo, tal como sucede en esas naciones, los estadounidenses han estado revisando extensamente y cambiando sus políticas con relación a las actividades de las empresas extranjeras en los mercados financieros. Vale la pena hacer notar algunos cambios particulares que se han dado en la última década. En 1984 el gobierno federal abolió la retención del impuesto sobre los intereses pagados a poseedores no residentes propietarios de bonos emitidos por las empresas nacionales y las unidades gubernamentales. En 1986 el SEC decidió permitir que determinadas empresas financieras que satisfacían los reglamentos de su país de origen estuvieran activas en los mercados estadounidenses, sin tener que demostrar que se apegaban a las reglas de esta nación norteamericana. En 1987, los mercados de Estados Unidos obtuvieron permiso para comerciar futuros que se basaran en estos bonos. En el mismo año la SEC decidió permitir a los inversionistas institucionales la compra de acciones no registradas de empresas extranjeras.

Por medio del Federal Reserve System el gobierno controla el abasto de dinero. Los bancos comerciales y otras instituciones de depósito participan en ese proceso siguiendo las reglas marcadas por el Fed.

► PUNTOS IMPORTANTES QUE DEBEN COMPRENDERSE ANTES DE CONTINUAR:

1. Las principales actas federales que marcan los reglamentos para las declaraciones son la Securities Act y la Exchange Act.
2. El papel de una organización autorreglamentada en un mercado.
3. El alcance y la implementación de las reglamentaciones en las instituciones financieras.
4. La forma en la que Estados Unidos reglamenta a las empresas e inversionistas extranjeros.

## REGULACIÓN EN JAPÓN



El Japanese Ministry of Finance (MOF) es responsable de la reglamentación de los mercados de valores del Japón. Los estatutos y leyes le dan al MOF poder directo para este propósito. Lo que es más, el MOF tiene un poder indirecto sustancial, incluyendo su labor para proporcionar "guía administrativa" a las instituciones financieras de cualquier tipo y autoridad para auditar todas las casas de valores que son miembros del Tokyo Stock Exchange.

El sistema japonés emplea las declaraciones como una forma de reglamentación, algo que también hace el gobierno de Estados Unidos. Por medio de su Securities Bureau, facultado por la Securities and Exchange Law y que es una de las siete oficinas, el MOF busca mantener los mercados de valores justos y competitivos. Para esto el Securities Bureau trata de asegurar que los inversionistas reciban un flujo continuo de información acerca de los emisores.<sup>4</sup>

El enfoque japonés difiere del enfoque norteamericano en varios aspectos notables. Primero, el MOF tiene una política desde hace mucho para dirigir los fondos de los mercados de bonos a solamente un pequeño grupo de empresas grandes y eficientes de la industria.<sup>5</sup> Segundo, el sistema desmotiva a determinados emisores en determinadas ocasiones para la emisión de valores de deuda. Este cuerpo reglamentador es el Bond Flotation Committee, un grupo que consiste de más de cuarenta instituciones incluyendo a grandes bancos y empresas de valores. Tres de las funciones del comité son: (1) establecer estándares de elegibilidad para las compañías que quieren emitir bonos, (2) monitorear los términos y cantidad de las nuevas emisiones y (3) controlar el flujo de nuevas emisiones para evitar la inundación del mercado.

La reglamentación de la actividad financiera se practica ampliamente en Japón. Por ley, el Securities Bureau del MOF supervisa y licencia a las compañías de

<sup>4</sup> Noburu Honjo y Lisa J. Turbessi, "Participants in the Japanese Bond Market", capítulo 3, en la edición de Frank J. Fabozzi, *The Japanese Bond Markets* (Chicago: Probus Publishing Company, 1990), p. 56.

<sup>5</sup> Edward William Karp y Akira Koike, "The Japanese Corporate Bond Market", capítulo 11, en *ibid.*, p. 366.



valores y, solamente esas empresas pueden manejar el conjunto completo de valores. Por medio de su Securities Bureau y del Bank of Japan (BOJ) el MOF castiga el comercio de los insiders y supervisa las actividades de los corredores en los mercados financieros.

Como sucede en Estados Unidos, el gobierno japonés impone numerosas restricciones a las actividades de sus instituciones financieras. A diferencia de Estados Unidos, Japón permite que algunos grandes bancos nacionales hagan negocios en cualquier parte del país. Aunque pudieran suceder algunos cambios en el futuro cercano, las reglas japonesas prohíben actualmente que los bancos comerciales participen completamente en la inversión bancaria o en la suscripción de valores (esto es la emisión de nuevos valores). Sin embargo, los bancos japoneses pueden invertir sumas importantes en acciones comunes de empresas comercializadas públicamente, y en cambio, las leyes actuales de Estados Unidos prohíben que los bancos de este país hagan lo mismo. De manera notable, el gobierno japonés ha fijado por muchos años los niveles máximos de tasas de interés sobre los depósitos bancarios. En 1987, abandonó o modificó la mejoría de este tipo de reglamentaciones.

En años recientes Japón ha moderado o descontinuado muchas de las restricciones contra la participación en los mercados de valores financieros de empresas extranjeras e instituciones financieras.<sup>6</sup>

Actualmente, se les permite a algunos bancos extranjeros la participación en consorcios bancarios que se enfocan en manejos de inversiones y ahorros. Las subsidiarias de valores de instituciones financieras extranjeras han abierto sucursales, y por medio de ellas estas instituciones han llegado a estar activas en algunos aspectos de la suscripción. Las empresas extranjeras ahora tienen lugares en el Tokyo Stock Exchange (TSE) y ahí se listan las acciones de compañías extranjeras. Aunque todavía permanecen numerosas reglas oficiales no escritas, es claro que Japón ha logrado ganancias significativas en la internacionalización y liberación de sus mercados financieros.

El MOF, con la ayuda del Bank of Japan, funciona en forma muy similar a como lo hace el Fed en Estados Unidos que controla la oferta de dinero y busca influenciar las tasas de interés a corto plazo. La manera en que el BOJ implementa estas políticas se describe en los capítulos 5 y 6.

► PUNTOS IMPORTANTES QUE DEBEN COMPRENDERSE ANTES DE CONTINUAR:

1. El papel extenso del Japanese Ministry of Finance.
2. La manera en que la reglamentación japonesa difiere de la reglamentación de Estados Unidos.
3. El alcance de la reglamentación japonesa de las instituciones financieras, en particular los bancos comerciales.
4. Algunas formas en las cuales Japón ha comenzado a relajar su reglamentación de los participantes extranjeros en sus mercados.
5. El papel del Bank of Japan.

<sup>6</sup>Gran parte de este material está extraído de Issen Sato y E.M. Karnosky, "Historical Development of The Japanese Bond Market", capítulo 2 en la edición de Frank J. Fabozzi, *ibid.*

## REGULACIÓN EN ALEMANIA



El sistema alemán usa la reglamentación de declaraciones en cierta forma conectada con la emisión de acciones. Las compañías emisoras deben hacer públicos los hechos importantes acerca de la empresa en forma de prospectos. Los oficiales a cargo de las listas en las casas donde las acciones van a ser comerciadas deben evaluar y aprobar el prospecto. Lo que es más, la empresa debe hacer reportes anuales y semestrales para los inversionistas sobre sus operaciones y finanzas.<sup>7</sup> Algunos oficiales del gobierno de Estados Unidos insisten en que, dada la vaguedad de las reglas de contabilidad alemanas, los requerimientos para las declaraciones son de hecho débiles y permiten que las empresas alemanas decepcionen efectivamente a sus inversionistas.<sup>8</sup> Cualquiera que sea el método de ese cargo, indica que la declaración pudiera no tener el mismo significado en ambos países.

El mercado de bonos tiene un estructura interesante. Una empresa de propiedad privada (que no sea un banco) que desea emitir un bono debe obtener la aprobación de su estado financiero y de los colaterales del bono. La agencia que debe dar la aprobación es el banco central o "Bundesbank" una unidad suficientemente autónoma del gobierno federal. Esta reglamentación problemática ha llevado a muchas empresas europeas a apoyarse en bancos para sus deudas de capital o ha emitido bonos en el mercado de bonos europeos no reglamentados, dando como resultado, que el mercado de bonos de Alemania no sea fuerte ni activo.<sup>9</sup>

Existen ocho casas de bolsa alemanas, y el gobierno estatal donde está ubicada la casa es reglamentador importante del intercambio. En una forma que recuerda al SRO americano, el gobierno obtiene asistencia del consejo directivo de la casa de bolsa, elegido por representantes de empresas (en especial bancos) que pertenecen a dicha bolsa. El consejo autoriza la membresía y los valores a ser comerciados y hace cumplir las reglas del intercambio.<sup>10</sup> Aunque Alemania no tiene ley hasta el momento en contra del comercio de los insiders, está prohibida la asociación de industrias y asegura que los insiders firman acuerdos contractuales y obligatorios acerca de no participar en tal comercio. Las asociaciones monitorean estos acuerdos y toman acciones disciplinarias si aquéllos no las cumplen. A finales de los ochenta el gobierno autorizó la creación de un mercado a futuros y de opciones, al cual se le llama el "Deutsche TerminBörse", mejorando el estado legal de sus contratos derivados.

La reglamentación alemana de las instituciones financieras es mucho menos estricta que la ley práctica de Estados Unidos. La mayoría de los bancos alemanes son "bancos universales" que toman parte en todo tipo de actividad financiera incluyendo las operaciones de banca comercial y líneas tales como el negocio de valores y la suscripción, el comercio y la inversión en acciones. Por esta razón, los bancos son los mayores inversionistas en Alemania, y el mercado secundario ale-

<sup>7</sup>O.W. Breycha, "German Equity Markets", en la edición de Jess Lederman y Keith K.H. Parks, *The Global Equity Markets* (Chicago: Probus Publishing Company, 1991), p. 132.

<sup>8</sup>Gregg A. Jarrell, "SEC Crimps Big Board's Future", *Wall Street Journal*, junio 19, de 1992, p. A15.

<sup>9</sup>Credit Suisse Firts Boston, *The Deutsche Mark Bond Markets* (Chicago: Probus Publishing Company, 1991), pp. 158-159.

<sup>10</sup>O.W. Breycha, *op. cit.*, p. 120.

mán para bonos y acciones tiende a ser un mercado interbancario (esto es comercio entre bancos).

Sin embargo, el gobierno alemán por medio del poderoso Bundesbank tiene un papel reglamentador con respecto a la seguridad de muchas de las acciones de los bancos. Por esa razón, el gobierno endosó y ha comenzado a implementar el Basle Agreement que requiere que los bancos domésticos satisfagan determinados estándares de adecuación de capital.

La reglamentación alemana de las actividades financieras de empresas e inversionistas extranjeros fue bastante estricta y compleja hasta hace poco. Sin embargo, en los ochenta tuvieron mayor libertad para vender sus valores en Alemania y más de un tercio de las acciones listadas en el mercado de acciones principal (en Frankfurt) son acciones extranjeras. El mercado de bonos gubernamentales alemanes llegó a ser, debido a decisiones del gobierno en 1985, uno de los más liberales. El Bundesbank dió permiso a las subsidiarias domésticas de empresas extranjeras para participar de lleno en algunos tipos importantes de inversión bancaria. En 1988, los inversionistas extranjeros obtuvieron permiso para comprar un tipo importante de bono gubernamental federal, llamado "Bundes bond" o "Bund" en los círculos financieros internacionales.

El Bundesbank controla la oferta de dinero y la disponibilidad de crédito. Su objetivo principal es salvaguardar el valor de la moneda alemana (o lo que es lo mismo) mantener la inflación de precios tan cercana a cero como sea posible. Ver los capítulos 5 y 6 para mayor información del Bundesbank y la política monetaria.

► PUNTOS IMPORTANTES QUE DEBEN COMPRENDERSE ANTES DE CONTINUAR:

1. Las cuestiones acerca del uso alemán de la reglamentación de las declaraciones.
2. El alcance de la reglamentación alemana de los bancos comerciales y el significado del término "bancos universales".
3. Las razones del pequeño tamaño del mercado de bonos alemán.
4. Algunas formas en las cuales Alemania ha comenzado a relajar su reglamentación sobre los participantes extranjeros en sus mercados.
5. El papel del Bundesbank.

## REGULACIÓN EN EL REINO UNIDO

En el "Big Bang" de mediados de los ochenta, cuando ocurrió una dramática liberalización y reestructuración de la industria de valores, el gobierno británico hizo un firme llamado a la declaración como un elemento principal en su reglamentación del mercado de valores. Una parte importante de esta reestructuración fue la Financial Services Act de 1986.<sup>11</sup> Esta ley impone un "deber general de declara-

<sup>11</sup> Se puede encontrar una discusión de la Financial Companies Act en Harriet Creamer, "Issuing Securities in the United Kingdom", *International Financial Law Review* (Suplemento especial de julio de 1990), pp. 54-61.

ción" y se aplica a cualquier empresa nacional o extranjera que emita nuevos valores de deuda o acciones, ya sea que los valores sean listados o no en el London International Stock Exchange. (Los valores listados tienden a ser emisiones activamente comerciadas de compañías bien conocidas, y en cambio los valores no listados son por lo general de compañías nuevas y pequeñas.) La empresa debe proporcionar a los inversionistas una extensa cantidad de información, incluyendo la historia financiera de la empresa así como el método por el cual los nuevos valores van a comerciarse al público. La ley penaliza a los oficiales de cualquier empresa que despisten a los inversionistas o no tengan el suficiente cuidado para asegurarse de la precisión de los que informan. Mientras la empresa tenga emisiones vigentes es responsable de declarar la información relevante al público.

La Financial Services Act asigna responsabilidad para la reglamentación de actividades financieras al Department of Trade and Industry (DTI). El DTI delega muchas de las tareas al Securities and Investment Board (SIB) que es similar en muchas formas a la Securities and Exchange Commission en Estados Unidos. El SIB es la principal agencia que autoriza a las instituciones a realizar negocios de inversión y monitorea sus tratos con el público y la adecuación de sus fondos. En este esfuerzo el SIB obtiene soporte activo de la Securities Association, que es una organización autorreglamentada (o SRO) poderosa aliada con el Stock Exchange. Estos diversos cuerpos gubernamentales y profesionales también tienen responsabilidad para prevenir o castigar el "comercio de los Insiders", cuya posición legal no era muy clara y sucedía con frecuencia hasta la Company Securities Act de 1985.

El Bank of England reglamenta a la mayoría de las instituciones bancarias en forma similar a las acciones del Federal Reserve Bank en Estados Unidos. Además de manejar el abasto del dinero, el Bank of England supervisa y pone reglas para la adecuación del capital de los bancos tal como está indicado en el Basle Agreement. Hasta el "Big Bang" de 1986, no se les permitía a los bancos involucrarse en muchas actividades que tuvieran que ver con la venta de valores. Sin embargo, desde entonces se permitió a los bancos tener sus propias subsidiarias que son miembros de las casas de bolsa y que proporcionan a los inversionistas muchos servicios financieros asociados con la inversión.

El Reino Unido ha sido líder en el proceso de la apertura de los mercados de valores domésticos a la participación de empresas extranjeras. Las empresas no británicas pueden ser parte y hasta encabezar, a los grupos de empresas suscriptoras que venden al público nuevas emisiones de deuda y acciones denominadas en libras esterlinas (la moneda británica). Las acciones de muchas compañías extranjeras están listadas en la London International Stock Exchange y las subsidiarias de corporaciones extranjeras (y bancos) pueden ser miembros de la bolsa. El mismo proceso de liberalización ha afectado a las leyes bancarias del R.U.: los bancos extranjeros operan fuertemente dentro de Gran Bretaña.

El Bank of England tiene la responsabilidad principal del manejo de la oferta de dinero en el R.U. Los capítulos 5 y 6 proporcionan detalles sobre las actividades del banco.

► PUNTOS IMPORTANTES QUE DEBEN COMPRENDERSE ANTES DE CONTINUAR:

1. El alcance de la desreglamentación que es llamada el "Big Bang".
2. La responsabilidad del Department of Trade and Industry.
3. La responsabilidad del Bank of England.
4. La reglamentación de las actividades de los bancos comerciales extranjeros y domésticos en los mercados de valores.

REFORMA REGLAMENTARIA



La reforma reglamentaria es el resultado de varias fuerzas y desarrollos. Primero, como se señaló anteriormente, las crisis financieras frecuentemente originan cambios significativos sobre el enfoque y la extensión de las reglamentaciones. Varios ejemplos recientes en Estados Unidos ilustran este punto.

En cierto tiempo la tasa de interés máxima permitida a las instituciones de depósito que pagarán sobre determinados tipos de cuentas de depósito, fue impuesta por la reglamentación del gobierno. Cuando las tasas de interés del mercado abierto se fueron arriba del límite impuesto por el gobierno, los fondos fluyeron inevitablemente hacia afuera de las instituciones de depósito y se utilizaron para comprar valores, esto es, hacer inversiones directas. Cuando este proceso de "desintermediación" amenazó la economía sana de muchos bancos y S&L de Estados Unidos, el Fed y otros cuerpos reglamentarios se vieron forzados a quitar el tope de las tasas de interés.<sup>12</sup> Las crisis de ahorro en Estados Unidos son otro ejemplo. Debido a que muchos S&L encontraron dificultades, la legislación federal pasada cambió en 1989 la estructura reglamentaria de esas instituciones de aceptación de depósitos. Por último la caída del mercado de acciones en octubre de 1987 produjo algunos cambios en las reglas que gobiernan los mercados de Estados Unidos para acciones e instrumentos de mercado de acciones derivadas (futuros de índices de acciones y opciones sobre el índice de acciones).

Una segunda motivación para la reforma reglamentaria en años recientes ha sido la innovación financiera o el desarrollo de nuevos productos financieros. Un amplio arreglo de nuevas clases de activos financieros, apareció en las dos últimas décadas y forzó la introducción de nuevos reglamentos sobre el comercio de esos productos. Los productos específicos que estimularon las nuevas reglas en los ochenta incluyen los instrumentos derivados (opciones y futuros) basados en índices del mercado de acciones. Un ejemplo de este proceso se mencionó anteriormente: el gobierno alemán también encontró necesario divisar nuevas reglas para el uso de estos productos innovadores, reglamentando las instituciones financieras. Un ejemplo es la experiencia complicada que tuvieron las S&L con los bonos de grado inferior a la inversión, "basura". Cuando estos valores de deuda de alto rendimiento y riesgo emergieron como inversiones populares y exitosas, la S&L

<sup>12</sup> Este cambio también puede hacer daño a las instituciones de depósito por el aumento en el costo de los fondos. Es interesante hacer notar que ahí ocurrió un suceso similar. En 1987 el gobierno japonés abandonó o modificó una política complicada que venía desde hace tiempo para la fijación de los niveles máximos de tasas de interés de los depósitos bancarios.

obtuvo permiso para invertir en ellas. Posteriormente, el congreso (por error) culpó a los bonos basura de los problemas de muchas S&L y les retiró su permiso en 1989.

La globalización de los mercados financieros mundiales, es la tercera razón para las notables reformas recientes en la estructura reglamentaria de muchos países. Naturalmente, es posible hacer cumplir cualquier reglamentación de un gobierno solamente dentro de sus fronteras. Si una reglamentación es demasiado costosa, tiene poco mérito económico o simplemente impide una transacción financiera que en otro caso valdría la pena, los participantes del mercado pueden evadirla haciendo transacciones fuera del país. Conforme las actividades financieras se mueven a otras naciones, muchas partes interesadas pierden dinero y ven razones para pedir una reexaminación y reforma de la reglamentación que se cuestiona. Un ejemplo de este fenómeno es la respuesta alemana al amplio uso de futuros y opciones. Otro caso sería la desreglamentación británica de sus mercados de acciones (o el "Big Bang") que fue en parte una respuesta a la competencia de casas de bolsa extranjeras y oportunidades de comercio.<sup>13</sup>

Otro impacto de la globalización es que revela el costo de reglamentaciones imprudentes que impiden que las instituciones financieras compitan efectivamente en los negocios del mercado mundial. Un buen ejemplo aquí sería la reglamentación del mercado financiero japonés. Cuando en un momento los bancos japoneses tenían suficientes fondos para proporcionarlos a compañías multinacionales no japonesas establecidas en Japón, los reglamentos impidieron que los bancos prestaran a las empresas extranjeras y que capitalizaran claras oportunidades financieras. Los bancos protestaron ante el gobierno que levantó, eventualmente, las reglamentaciones y les permitió competir con bancos no japoneses.

Un resultado importante de la reforma ha sido un cambio estructural de las instituciones financieras que están siendo reglamentadas. Tal como se dijo anteriormente, el sistema reglamentario estadounidense ha separado las actividades realizadas por diferentes instituciones financieras. (Separación similar fue característica del R.U. y de Japón.) Sin embargo, actualmente en un cambio que tiene alcance mundial, la reforma reglamentaria permite, gradualmente, que las instituciones financieras proporcionen un rango más amplio de servicios financieros y se conviertan en "supermercados financieros". Un mayor enfoque en la reforma reglamentaria actual y prospectiva en varios países industriales principales es la distinción fuera de tiempo e innecesaria entre bancos comerciales y bancos de inversión. Trataremos esta separación de funciones impuesta por la economía de Estados Unidos en los años treinta en el capítulo 4.

► PUNTOS IMPORTANTES QUE DEBEN COMPRENDERSE ANTES DE CONTINUAR:

1. El significado de "desintermediación".
2. La manera en que la innovación financiera y la globalización han dado ímpetu a la desreglamentación y a la reforma reglamentaria.

<sup>13</sup> Robert A. Schwartz, *Reshaping The Equity Markets* (Nueva York: Harper Business, 1991), p. 69.

RESUMEN

La reglamentación del sistema financiero y de sus diversos sectores que lo componen ha ocurrido en casi todos los países. Una forma útil para organizar las diversas instancias de la reglamentación es verlas como si tuvieran cuatro formas generales: (1) el cumplimiento de la declaración de información relevante, (2) la reglamentación del nivel de actividades financieras por medio del control de la oferta de dinero, así como el comercio en mercados financieros, (3) la restricción de las actividades de las instituciones financieras y de su manejo de activos y pasivos y (4) la reducción de la libertad de los inversionistas extranjeros y de las empresas de valores en los mercados domésticos.

Revisamos la situación reglamentaria en Estados Unidos, Japón, Alemania y el Reino Unido. Estos países actualmente hacen uso extenso de la reglamentación de las declaraciones así como de la reglamentación de la actividad financiera y de los mercados comerciales. En cada caso, el gobierno obtiene alguna ayuda de las organizaciones autorreglamentadas (o SRO) en la comunidad y mercados financieros.

Alemania restringe las actividades de las instituciones financieras menos que cualquier otro país. Por otro lado, otras naciones han comenzado a permitir a sus bancos más amplitud en los mercados de valores financieros. Sin embargo, estos cuatro países han endosado el Basle Agreement sobre la adecuación de capital en los bancos y están tratando de lograr políticas con base en ese acuerdo. Por último, aunque cada uno de estos países tiene determinadas reglas acerca de las actividades de bancos y empresas de posesión extranjera en los mercados de capital domésticos, la clara y fuerte tendencia hacia la liberalización reduce continuamente la cantidad y el alcance de estas reglas.

Una característica significativa de los años ochenta ha sido el proceso extenso y que todavía se lleva a cabo de la reforma reglamentaria, que ha sucedido en casi todos los sectores del sistema financiero de los países aquí tratados. Este proceso de reforma es una respuesta a la crisis financiera que revela fallas en los acuerdos reglamentarios antiguos. La reforma también ha sido consecuencia de la amplia innovación financiera de las últimas dos décadas. Esta innovación ha hecho que los reglamentadores terminen viejas prácticas y experimenten con nuevas reglas. Por último, la irresistible marea de globalización de los mercados financieros ha dejado a un lado gran parte del aparato reglamentario de los principales países industriales. La globalización ha traído la competencia así como una libertad a través de fronteras de una reglamentación onerosa y costosa. Los reglamentadores han abandonado muchas reglas debido simplemente a que ya no se les puede hacer cumplir o a que su alto costo llevó a las actividades financieras a otros países.

GLOSARIO

**Bank of England:** Es el banco central en el R.U. que juega muchos papeles principales en la reglamentación de los bancos.

**Bank of Japan (BOJ):** Es el banco central del Japón y el principal reglamentador de la banca comercial.

**Big Bang:** Es el término coloquial para la reestructuración radical y de liberalización de la industria y mercados de valores británicos a mediados de los ochenta.

error) cul-  
permiso en

cera razón  
uchos paí-  
de un go-  
demasiado  
sacción fi-  
do pueden  
es financie-  
nero y ven  
ue se cues-  
so de futu-  
ercados de  
cia de casas

entaciones  
ectivamen-  
eglamen-  
s japoneses  
cionales no  
ancos pres-  
es financie-  
e, las regla-

tural de las  
e dijo ante-  
actividades  
fue caracte-  
que tiene al-  
las institu-  
ncieros y se  
reforma re-  
ipales es la  
ancos de in-  
conomía de

CONTINUAR:

on han dado

s, 1991), p. 69.

**Bundesbank o Deutsche Bundesbank:** Es el banco central de Alemania y una autoridad reglamentadora en la industria bancaria.

**Bundes bond (o Bund):** Es un valor de deuda emitido por el gobierno alemán central.

**Comercio insider:** La compra o venta de los valores de una empresa por sus oficiales (entre otros) que están buscando beneficiarse de su conocimiento de información no pública acerca de los prospectos financieros de la empresa.

**Commodity Futures Trading Commission (CFTC):** Es la agencia del gobierno de los Estados Unidos que licencia intercambios futuros y monitorea el comercio en ellos.

**Department of Trade and Industry (o DTI):** Es la agencia del gobierno de R.U. responsable de la reglamentación de muchos mercados, incluyendo los financieros.

**Deutsch Terminbörse:** Es el mercado a futuros de Alemania.

**Falla del mercado:** Es el término usado por algunos economistas para la incapacidad de que un mercado competitivo siga siéndolo sin la ayuda del gobierno, o la incapacidad de un mercado no competitivo para llegar a serlo sin la ayuda del gobierno.

**Federal Home Loan Bank Board (o FHLBB):** Una agencia de Estados Unidos que alguna vez reglamentó muchas de las actividades de las asociaciones de ahorros y préstamos.

**Federal Reserve System (o Fed):** Una agencia independiente del gobierno de Estados Unidos responsable del dinero de la nación y del sistema bancario.

**Glass-Steagall Act:** Es la legislación de Estados Unidos que reglamenta y limita el comportamiento de los bancos comerciales en los mercados de valores.

**Hipótesis de mercado eficiente:** Es la teoría de que la disponibilidad pública de información relevante acerca de los emisores de valores, llevará a una asignación de precios correcta de esos valores que son libremente comerciados en mercados que funcionan adecuadamente.

**Información asimétrica:** Sucede cuando los inversionistas de una empresa no tienen el mismo acceso que los administradores a la información relevante para una evaluación financiera de la misma.

**Intercambios organizados:** Mercados estructurados que proporcionan el comercio de valores seleccionados corporativos y gubernamentales.

**London International Stock Exchange:** Es la casa de bolsa de Gran Bretaña para el comercio de valores de deuda y acciones.

**Mercado competitivo:** Es un mercado que proporciona la producción eficiente de un bien o servicio al menor costo posible.

**Mercado interbancario:** Es un mercado de fondos en donde sólo participan bancos.

**Ministry of Finance (o MOF):** Es el reglamentador poderoso del Japón de muchos aspectos del sistema financiero.

**National Association of Securities Dealers (o NASD):** Una organización autorreglamentada (o SRO) que monitorea las relaciones entre corredores, empresas que emiten valores y el público inversionista.

**National Futures Association (o NFA):** La SRO en los Estados Unidos que ha llevado desde principios de los ochenta las responsabilidades principales en los mercados a futuros.



**Office of Thrift Supervision (o OTS):** Una agencia del gobierno de los Estados Unidos que reglamenta las asociaciones de ahorros y préstamo.

**Organización autorreglamentada (o SRO):** Un grupo que, con el patrocinio o autoridad de un gobierno monitorea el comportamiento de sus miembros para asegurarse que satisface determinados estándares bien establecidos para la conducción de esos negocios.

**Problemas de agencia:** Son las dificultades que pueden darse cuando los administradores de una empresa, quienes están actuando como agentes de los propietarios de la misma, buscan su propio beneficio a costa del interés de los propietarios y para la desventaja de estos últimos.

**Reglamentación de declaración:** Es la reglamentación que requiere que los emisores de valores hagan pública una gran cantidad de información financiera a los inversionistas actuales y potenciales.

**Securities Act of 1933:** Es la legislación federal que trata principalmente con los requerimientos de declaración para la distribución de nuevos valores.

**Securities and Exchange Commission:** Es un cuerpo reglamentador federal responsable de la administración de las leyes de valores en Estados Unidos.

**Securities and Investment Board (o SIB):** El monitreador gubernamental principal de la Gran Bretaña sobre la industria de valores.

**Securities Exchange Act of 1934:** Es la legislación federal que creó la Securities and Exchange Commission y se encarga de los requerimientos para la declaración periódica de valores maduros comerciados públicamente y de la reglamentación de actividades en los mercados de valores.

## PREGUNTAS

1.
  - a. ¿Qué es la racionalidad económica para el amplio uso de la "reglamentación de declaración"?
  - b. ¿Está usted de acuerdo con la visión de que tal reglamentación es redundante, debido a que los inversionistas pueden obtener la información que necesitan por medio de su poder para subvaluar los valores de empresas que no proporcionen todos los datos necesarios?
2. "La Securities and Exchange Commission asegura que los valores emitidos por Estados Unidos no son riesgosos, y por lo tanto, son una inversión aceptable para el público en general". Explique por qué está de acuerdo o no con este enunciado.
3. ¿Por qué los países reglamentan su producción de dinero?
4. ¿Cuáles son algunos indicadores principales de si un país está liberalizando sus reglas sobre las actividades financieras de los bancos y compañías de propiedad extranjera?
5. Identifique dos elementos principales del "Big Bang" del Reino Unido a mediados de los ochenta.
6.
  - a. Explique la manera en que la reglamentación de Alemania sobre los papeles de los bancos en la industrias de los valores financieros difiere de la reglamentación en otros países.
  - b. ¿Por qué es probable que estas diferencias desaparezcan en un futuro cercano?

7. Nombre algunas de las principales reglas sobre el comercio de acciones comunes que hace cumplir la Securities and Exchange Commission.
8.
  - a. ¿Qué es un SRO?
  - b. Nombre tres SRO.
9. Identifique las instituciones (y su país de origen) a las que hacen referencia los siguientes acrónimos:  
  - a. CFTC; b. DTI; c. SIB; d. BOJ; e. NASD; f. NFA; g. MOF; h. TSE.
10. Identifique los bancos centrales que controlan la provisión de dinero y, (en algún grado), las tasas a corto plazo en Estados Unidos, Alemania, Japón y el Reino Unido.