

LOS MERCADOS DE VALORES Y LA BANCA: ALGUNAS CUESTIONES EN MATERIA DE REGULACION

T. R. G. BINGHAM (*)

LOS MERCADOS DE VALORES Y LA BANCA: ALGUNAS CUESTIONES EN MATERIA DE REGULACION

La considerable expansión de los mercados de valores en años recientes ha constituido a la vez una ruina y una bendición para la comunidad bancaria. No creo que haya dudas de que una gran proporción de los flujos que han pasado por los mercados de valores hubieran sido colocados, de no existir tales mercados, en depósitos bancarios y en préstamos a otros usuarios. No obstante, y al mismo tiempo, aunque en distintos grados, según los países, los bancos se han beneficiado del crecimiento de esos mercados con la expansión de sus actividades de suscripción, emisión, creación de mercados, negociación e inversión en valores.

Después de identificar primero los principales cambios en los mercados de valores y examinar luego algunas de sus causas y consecuencias, el presente trabajo aporta algunas reflexiones personales sobre tres cuestiones en materia de regulación. En primer lugar, cuáles son las implicaciones, para la regulación de los mercados de valores, de la creciente confianza en la capacidad de vender o emitir instrumentos negociables para hacer frente a necesidades de liquidez; segundo, qué problemas de regulación suscita el creciente carácter internacional de las operaciones con valores, y, finalmente, qué grado y qué tipo de regulación se necesita y resulta viable en los mercados de valores.

EVOLUCION DE LOS MERCADOS DE VALORES EN LOS AÑOS OCHENTA

Durante la actual década, los mercados de valores se han caracterizado por cuatro tendencias principales. Primero, en respuesta a los conti-

nuados déficit del sector público, al descenso de los tipos de interés y a las medidas de las autoridades para fomentar la aparición y expansión de determinados instrumentos y mercados financieros, se ha producido un fuerte crecimiento en el volumen y variedad de las nuevas emisiones. En segundo lugar, en parte debido a la fortaleza de la nueva actividad emisora, pero sobre todo gracias a la fuerte tendencia al alza de las cotizaciones, el valor de los títulos en circulación ha aumentado considerablemente. Tercero, la actividad de los mercados secundarios ha aumentado espectacularmente a raíz del descenso de los costes de las operaciones y la suavización de las restricciones administrativas sobre volúmenes de las carteras de valores y sobre las actividades de negociación. Por último, los mercados de valores han adquirido un carácter más internacional a medida que los inversores institucionales y otros grandes protagonistas del mercado han buscado diversificar sus carteras, minimizar sus costes y obtener los máximos rendimientos compatibles con la seguridad y la liquidez.

La actividad en los mercados primarios

Las estadísticas elaboradas por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) aportan algunas indicaciones sobre la expansión de las emisiones de valores internacionales de primera clase y su creciente importancia en comparación con los préstamos bancarios (cuadro núm. 1). En 1981, la financiación internacional neta en renta fija representaba sólo una quinta parte de los préstamos de la banca internacional. Durante los siguientes dos años la financiación internacional en renta fija casi se duplicó, alcanzando los 58.000 millones de dólares en 1983, mientras que los préstamos de la banca internacional se redujeron a la mitad, hasta 85.000 millones de dólares, a raíz de la crisis de la deuda. Entre 1983

CUADRO NUM. 1

PRESTAMOS NETOS ESTIMADOS EN MERCADOS INTERNACIONALES: VARIACIONES EN LOS CREDITOS EXTERNOS DE LOS BANCOS QUE INFORMAN AL BIS Y EMISIONES INTERNACIONALES DE VALORES

	Flujos con tipos de cambio reajustados (1)						Stocks a finales de 1986
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
	En miles de millones de dólares						
Préstamos internacionales totales de los bancos informantes (2)	264,8	180,5	105,7	124,1	233,5	476,6	3.221,1
Menos: doble contabilidad debida a reddepósitos entre los bancos informantes	99,8	85,5	20,7	34,1	128,5	316,6	1.451,1
A = Préstamos netos de la banca internacional (3)...	165,0	95,0	85,0	90,0	105,0	160,0	1.770,0
Emisiones de eurobonos y obligaciones extranjeras.	44,0	71,7	72,0	107,9	163,7	220,3	—
Menos: amortizaciones y recompras	12,0	13,2	14,0	24,9	38,7	64,3	—
B = Financiación internacional neta en obligaciones.	32,0	58,5	58,0	83,0	125,0	156,0	700,0
C (A + B) = Total financiación bancaria y en obligaciones	197,0	153,5	143,0	173,0	230,0	316,0	2.470,0
Menos: doble contabilidad (4)	7,0	8,5	13,0	28,0	55,0	76,0	190,0
D = Total financiación neta bancaria y en obligaciones.	190,0	145,0	130,0	145,0	175,0	240,0	2.280,0

(1) Los créditos bancarios no denominados en dólares se han convertido en dólares a tipos de cambio constantes de cierre trimestral; las obligaciones no denominadas en dólares, a los tipos vigentes en la fecha de la convocatoria.

(2) Hasta 1983, el área informante incluye bancos de los países del «Grupo de los Diez». Luxemburgo, Austria, Dinamarca e Irlanda, más las sucursales en el extranjero de bancos de Estados Unidos en Bahamas, Islas Caimán, Panamá, Hong-Kong y Singapur. A partir de 1984, el área informante incluye además Finlandia, Noruega y España, así como bancos no estadounidenses dedicados a actividades internacionales en Bahamas, Islas Caimán, Hong-Kong y Singapur, todas las unidades *offshore* en Bahrein y todos los bancos *offshore* que operan en las Antillas Holandesas.

(3) Además de los créditos directos sobre usuarios finales, estas estimaciones incluyen algunas posiciones en el interbancario: primero, créditos a bancos fuera del área informante, pues se supone que esos bancos «periféricos», en la mayoría de los casos, no tomarán fondos en préstamo de los bancos situados en los centros financieros simplemente con el fin de redepositarlos en otros bancos de tales centros; segundo, créditos a bancos dentro del área informante, en la medida en que esos bancos convierten los fondos en moneda nacional y/o los utilizan para préstamos directos en divisas a sus clientes nacionales; tercero, una gran porción de los créditos en divisas a los bancos del país de emisión de la moneda en cuestión; por ejemplo, créditos en dólares de bancos de Londres a bancos en Estados Unidos; también aquí se supone que los bancos prestatarios obtienen los fondos, sobre todo, para fines domésticos y no para volver a prestarlos en el extranjero; se realiza una deducción, sin embargo, en lo que respecta a los fondos de explotación y partidas similares.

(4) Obligaciones tomadas por los bancos informantes, en la medida en que figuran incluidas en las estadísticas bancarias como créditos a no residentes; obligaciones emitidas por los bancos informantes, principalmente para apuntalar sus actividades crediticias internacionales.

y 1986 la financiación internacional neta en renta fija se triplicó, llegando hasta los 156.000 millones de dólares. Los préstamos de la banca internacional volvieron a crecer, pero sin llegar a superar su nivel de 1981 (aproximadamente, 160.000 millones de dólares), con lo que a mediados de la década la financiación internacional en renta fija ha adquirido tanta importancia como los préstamos de la banca internacional.

La actividad de los mercados nacionales de valores también ha sido boyante. Los datos sobre nuevas emisiones de obligaciones, de acciones y de ciertos tipos tradicionales de papel a corto plazo en los mercados nacionales de los países del «Grupo de los Diez» indican que la actividad en los mercados primarios ha sido superior en la década actual que en períodos precedentes (cuadro núm. 2). Evidentemente, existen diferencias entre países y entre segmentos de mercado y se producen declives, como ocurrió en el mercado de obligaciones a finales de 1986 y primera parte de 1987, cuando los tipos de interés empezaron a subir. Pero, en su conjunto, se evidencia un claro movimiento alcista

en la actividad de los mercados primarios a nivel nacional.

Una de las razones de las diferencias entre países, en cuanto al crecimiento de sus mercados nacionales de valores, puede estar en el distinto grado de acceso a los mercados internacionales de valores. Para países como Alemania, Japón, Gran Bretaña y Estados Unidos, que han prescindido del control de cambios y han suavizado o eliminado sus restricciones a las carteras de inversión, las operaciones en valores no se limitan a los mercados nacionales. Existen amplias evidencias de que las emisiones y compras de valores de los japoneses en mercados extranjeros han sido sustanciales en los últimos años. Para aquellos países que siguen imponiendo restricciones obligatorias al movimiento de divisas y a las carteras de inversión, como hasta hace muy poco Francia e Italia, lo que suele producirse es un incremento en la actividad de sus mercados nacionales de valores como ha sucedido en tales países. En segundo lugar, parece existir una relación bastante estrecha entre el volumen y la persistencia de déficit en el sector

CUADRO NUM. 2
EMISIONES DE TITULOS EN MERCADOS NACIONALES
(En porcentaje del PNB)

	1966-72 *		1973-79 **		1980-85		1985	1986
	Prom.	Máx.	Prom.	Máx.	Prom.	Máx.		
Acciones (1)								
Alemania	0,5	0,6	0,4	0,6	0,4	0,6	0,6	0,8
Bélgica	1,2	1,7	1,0	1,8	2,5	5,7	2,2	2,6 ^a
Canadá	0,7	1,2	1,2	2,8	2,1	2,4	2,3	2,8
Estados Unidos	0,9	1,4	0,4	0,7	-0,3	0,9	-1,7	-1,8
Francia	0,1	0,1	0,1	0,1	1,1	1,7	1,7	2,9
Italia	1,4	1,8	1,5	2,4	1,9	2,3	2,2	3,1
Japón	1,2	1,6	0,8	1,3	0,7	0,9	0,6	0,4 ^b
Países Bajos	—	—	0,1	0,2	0,2	0,6	0,6	0,7
Reino Unido	0,6	1,1	0,6	1,2	0,6	1,2	1,2	2,0
Suecia	—	—	0,9	1,2	1,2	1,6	1,3	1,3
Suiza	0,7	1,0	0,7	1,1	0,8	1,3	1,0	2,5
Bonos (2)								
Alemania	2,8	4,1	3,7	4,8	4,9	5,6	5,6	5,3
Bélgica	—	—	9,8	13,5	10,7	15,7	15,7	8,0 ^b
Canadá	4,5	7,1	5,1	6,6	5,8	6,3	5,9	4,0
Estados Unidos	4,5	6,4	6,2	9,2	8,8	13,4	13,4	13,7
Francia	2,0	2,3	2,0	2,6	3,7	5,3	5,3	5,3
Italia	6,1	7,9	8,6	11,8	9,0	14,8	14,8	13,2
Japón	5,2	7,0	7,8	9,6	7,8	8,8	6,2	6,5 ^b
Países Bajos	—	—	1,9	2,4	4,0	5,3	4,1	2,2
Reino Unido	2,2	6,7	3,6	5,2	3,3	4,6	3,0	2,3
Suecia	—	—	9,3	11,7	12,1	15,8	11,2	15,6
Suiza	5,4	6,7	5,4	7,3	8,1	10,3	10,3	10,6
Papel a corto (3)								
Bélgica	—	—	1,6	2,7	4,1	5,9	1,7	8,5 ^b
Canadá (CP)	0,3	0,6	0,5	1,4	0,1	0,5	-0,1	0,4
Canadá (TB)	0,4	1,1	1,0	1,5	2,7	4,2	2,8	4,1
Estados Unidos	0,6	1,5	0,5	1,1	0,7	1,4	1,4	0,5
Italia	0,4	1,5	4,0	6,1	4,7	8,4	1,9	1,3
Japón	0,5	1,1	0,7	2,7	0,1	0,8	-0,2	1,4 ^b
Reino Unido	—	—	0,2	1,8	-0,1	0,1	—	0,1
Certificados de deuda								
Países Bajos	—	—	6,2	6,7	4,9	6,1	4,5	4,9

Basado en fuentes nacionales que difieren conceptualmente de unos países a otros.

* Reino Unido y acciones de Francia, 1970-72; *Treasury Bills* del Canadá, 1969-72, y de Italia, 1967-72.

** Suecia, 1974-79; Países Bajos, 1976-79; papel a corto de Bélgica, 1975-79.

(1) Emisiones netas (en Bélgica, Italia, Suecia y Suiza, brutas).

(2) Emisiones netas. Bélgica, Canadá y Suecia, sólo emisiones en moneda del país; Suiza, sólo emisiones públicas; Estados Unidos, incluye *Treasury Bills*.

(3) Bélgica, papel a menos de un año; Canadá (TB), Italia y Reino Unido, *Treasury Bills*; Canadá (CP) y Estados Unidos, *commercial paper* (pagarés de empresa).

^a Primeros seis meses.

^b Primeros nueve meses.

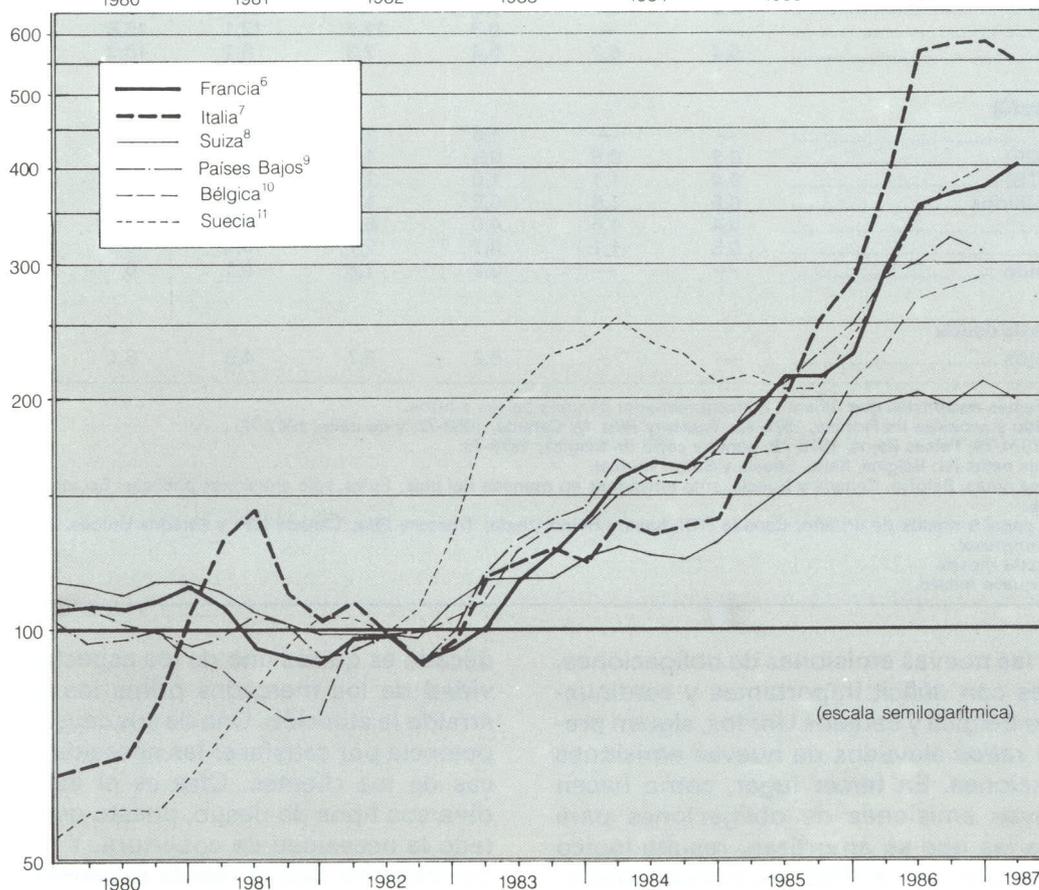
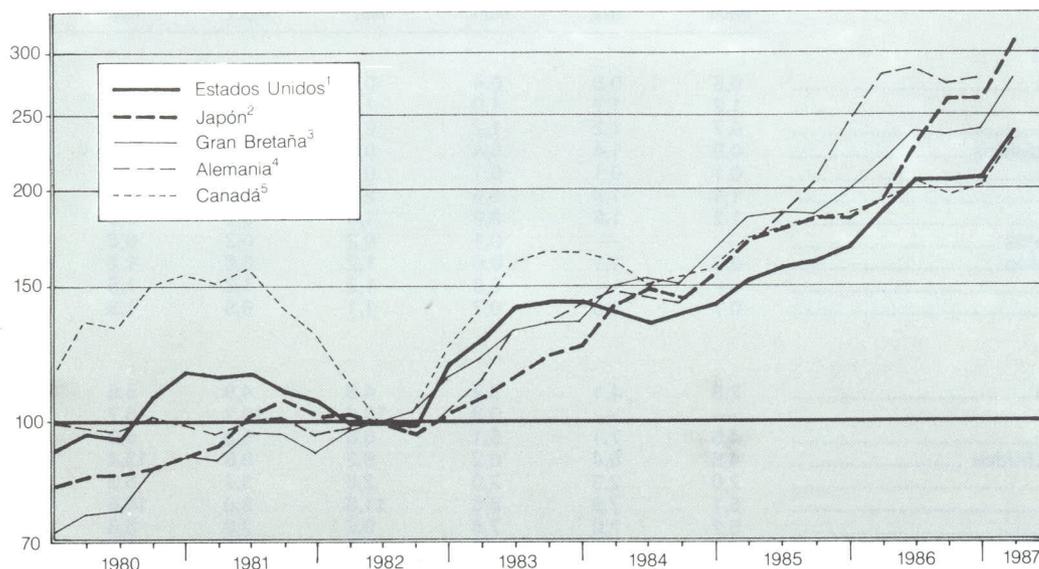
público y las nuevas emisiones de obligaciones. Los países con déficit importantes y continuados, como Bélgica y Estados Unidos, siguen presentando *ratios* elevados de nuevas emisiones de obligaciones. En tercer lugar, como hacen falta nuevas emisiones de obligaciones para sustituir a las que se amortizan, resulta lógico que, en relación con el PNB, las nuevas emisiones de deuda superen a las nuevas emisiones de acciones, que no necesitan ser retiradas de la circulación.

La multiplicación de instrumentos financieros que se produjo durante la primera mitad de esta

década es quizás uno de los aspectos de la actividad de los mercados primarios que más ha atraído la atención. Una de sus causas es la competencia por satisfacer las necesidades específicas de los clientes. Otra es el incremento en diversos tipos de riesgo, puesto que ha aumentado la necesidad de cobertura. Y no es simple coincidencia que la rápida expansión inicial de las bolsas de futuros, los contratos a plazo y las opciones se produjera en los primeros años ochenta, cuando la volatilidad de los tipos de interés era máxima. Anteriormente, cuando esos riesgos eran menores, podían ser asumidos más fácilmente por los agentes últimos.

GRAFICO 1

COTIZACIONES DE LAS ACCIONES EN LAS BOLSAS DE LOS PAISES DEL «GRUPO DE LOS DIEZ», 1980-1987
(2.º trimestre de 1982=100)



(escala semilogarítmica)

¹Índice de acciones de sociedades Standard and Poor's. ²Índice general de Tokio. ³Índice de acciones ordinarias del *Financial Times*. ⁴Índice general del *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. ⁵Índice compuesto de Toronto. ⁶Índice general del IN-SEE (bolsa de París). ⁷Índice total italiano. ⁸Índice total suizo. ⁹Índice de acciones nacionales de Amsterdam. ¹⁰Índice general de Bruselas y Amberes. ¹¹Índice general de Estocolmo.

CUADRO NUM. 3
MERCADOS DE TITULOS EN PAISES ESCOGIDOS
(En miles de millones de la moneda nacional)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Estados Unidos							
<i>En Bolsa:</i>							
Contratación (valor de las transacciones)	475,9	490,7	602,9	957,1	959,1	1.197,2	1.704,3
De lo cual: bonos	5,2	5,7	7,2	7,6	7,0	9,0	
Valor en circulación ¹	1.863,5	1.819,9	2.165,6	2.508,9	2.612,9		
De lo cual: acciones	1.282,8	1.143,8	1.305,4	1.581,4	1.586,1	1.950,3	2.199,3
<i>Fuera de Bolsa:</i>							
Contratación ²					15.079	20.586	28.596
Japón							
<i>En Bolsa:</i>							
Contratación	42.161	58.747	42.668	65.333	83.121	94.640	193.059
<i>Fuera de Bolsa:</i>							
Contratación	272.503	288.429	327.108	385.097	692.470	2.164.670 ³	2.619.876 ³
Valor en circulación	121.775	137.680	156.658	174.672	189.120		
Reino Unido							
<i>En Bolsa:</i>							
Contratación	196,3	190,7	260,0	287,6	364,7	390,5	292,0 ⁴
De lo cual: bonos	165,5	158,3	222,6	231,6	291,6	284,9	207,6 ⁴
Valor en circulación					334,3		
De lo cual: bonos					129,9		
Alemania							
<i>En Bolsa:</i>							
Contratación	83,2	86,8	128,8	185,6	234,3	436,0	602,5
De lo cual: bonos	50,3	51,6	88,4	86,3	132,8	199,1	274,3
Francia							
<i>En Bolsa:</i>							
Contratación	121,7	140,7	216,8	321,2	503,9	870,0	911,5
De lo cual: bonos	63,2	83,8	151,3	221,7	409,6	717,6	740,3
Valor en circulación	852,1	838,3	1.027,3	1.371,7	1.728,3	2.273,4	
De lo cual: bonos	586,3	605,0	816,0	1.033,0	1.296,8	598,1	

¹ En la Bolsa de Nueva York.

² Ventas acumuladas durante cada año natural.

³ Incluye transacciones de instituciones financieras.

⁴ Seis primeros meses.

Fuente: Bank of Japan, *Economic Statistics Annual*; Deutsche Bundesbank, *Statistische Beihefte zu den Monatsberichten*, ANSEE, *Annuaire Statistique de la France*; US Dept. of Commerce, *Survey of Current Business*; Reino Unido, *The Stock Exchange Official Yearbook*.

Valor de los títulos en circulación

La segunda gran tendencia de los mercados de valores —el aumento de valor de los títulos en circulación— es un resultado de la interacción entre oferta y demanda y se refleja en dos hechos simultáneos: el creciente y constante aumento en el flujo de nuevas emisiones que acaba de describirse y la pujanza en las cotizaciones de los valores durante la primera mitad de la década actual. El movimiento generalizado a la baja de los tipos de interés hasta mediados de 1986 provocó un aumento del precio de mercado de los valores de renta fija. Y, más importante aún, el auge de las cotizaciones de las acciones en los últimos años ha multiplicado el valor del *stock* de títulos en circulación (gráfico 1). El aumento del precio de las acciones explica, en gran parte, el crecimiento del 50 por 100 en el valor

de los títulos en circulación que se ha registrado en los principales países industrializados durante la primera mitad de los años ochenta. Sin esta bonanza en las cotizaciones, los denominados *income gering ratios* o *ratio* entre PNB y *stock* de acciones se hubieran deteriorado considerablemente y en Estados Unidos el volumen de acciones en circulación hubiera descendido en términos reales a raíz de las retiradas netas de acciones ligadas a las adquisiciones de empresas por sus empleados y operaciones similares.

El aumento de los precios de las acciones puede atribuirse a distintos factores: descenso de los tipos de interés, reducción de las restricciones que dieron origen a las cuantiosas redistribuciones, por una sola vez, de las carteras de inversiones, medidas oficiales para fomentar la inversión en acciones, ajustes estructurales que

multiplicaron las expectativas de rentabilidad a largo plazo del sector empresarial, etc. Vale la pena señalar que los precios de los valores han aumentado a pesar del crecimiento de la oferta derivado de los importantes programas de reprivatización de varios países, así como de la tendencia creciente a emitir valores en vez de endeudarse con la banca.

Actividad de los mercados secundarios

La notable expansión de las operaciones en los mercados secundarios es la tercera característica clave de la década actual y la que presenta implicaciones de mayor alcance para las medidas destinadas a garantizar una adecuada liquidez sistémica. Constituye, además, el cambio más espectacular en términos de volumen. Dadas las diferencias en los tipos de valores negociados y en la organización de los mercados en los distintos países, cualquier comparación entre países ha de hacerse con sumo cuidado (cuadro núm. 3). Pero en bastantes países las operaciones en mercados secundarios han experimentado una expansión más rápida que las emisiones primarias o incluso que el aumento en los precios de las acciones. Además, el crecimiento ha sido más rápido en los mercados no oficiales y en aquellos países (como Francia, Alemania y Japón) en los que la negociación de valores tradicionalmente no ha sido tan intensa como en los dos grandes centros financieros mundiales (Nueva York y Londres).

La reducción de los costes de las operaciones, debida a los cambios tecnológicos y a la suavización de las restricciones oficiales sobre autorizaciones para operar y fijación de precios constituye una razón fundamental para el auge de la actividad en los mercados secundarios. Pero otra causa importante puede encontrarse en el aumento de inversores institucionales, que negocian en grandes bloques y se benefician de los descuentos. Las instituciones realizan además sus operaciones a tan gran escala, que les debe resultar rentable buscar oportunidades de arbitraje o aplicar unas estrategias de negociación que al pequeño inversor le resultarían demasiado costosas. Una mayor competencia en suscripciones y en otras actividades del mercado primario ha inducido a bancos y entidades de inversión a dedicarse más activamente a la negociación de carteras más amplias de valores, lo cual, a mayor abundamiento, ha resultado más rentable en un entorno de descenso de los tipos de interés. Igualmente, la mayor volatilidad de los tipos de cambio y de interés a corto y medio plazo ha contribuido al aumento de las operaciones. Las compras y ventas de valores

constituyen con frecuencia un elemento en las operaciones de cobertura, lo cual, a la luz del aumento de los riesgos percibidos y el descenso en el coste de las coberturas, ha permitido su considerable expansión.

Vínculos internacionales crecientes entre mercados de valores

El cuarto y último rasgo de la actividad de los mercados de valores durante la década actual lo constituye su creciente internacionalización. Se ha hablado con mucha frivolidad de la «globalización» de los mercados financieros, pero al menos en lo que respecta a la banca, la expansión de la actividad internacional no es nada novedoso ni está sin documentar, pues se ha producido a un ritmo bastante rápido a lo largo de varias décadas. Es en el campo de las operaciones con valores donde los cambios han sido más espectaculares.

A principios de la década, la actividad internacional en valores era modesta. El sector de eurobonos era menospreciado por la banca internacional y la presencia extranjera en mercados nacionales de valores se limitaba a un moderado volumen de emisiones extranjeras de obligaciones y a una cantidad sólo nominal de emisiones de acciones en un muy reducido número de mercados nacionales. La participación de entidades inversoras extranjeras en los mercados nacionales —como agentes, corredores y creadores de mercado— era virtualmente desconocida, aunque las principales firmas de inversión tenían en ocasiones pequeñas sucursales en el extranjero que prestaban apoyo a las operaciones de su sede central, fundamentalmente suscribiendo emisiones extranjeras en mercados nacionales y prestando servicios de gestión de carteras.

En los años siguientes, las entidades inversoras han conseguido acceso a las bolsas de valores de los tres principales centros financieros mundiales y a algunos mercados secundarios iniciando la suscripción de euroacciones emitidas y negociadas simultáneamente en distintos centros e incluso empezando a suscribir y crear mercados en títulos públicos nacionales, que tradicionalmente han constituido un coto cerrado de las entidades domésticas.

Pueden citarse razones muy diversas para la creciente internacionalización de los mercados de valores. Los controles y regulaciones han desempeñado un papel, a la vez, positivo y negativo. En primer lugar, la suavización de varias restricciones, como las relativas a movimientos de capitales, composición de carteras y acceso

a mercados, ha permitido a entidades de inversión y bancos llevar a cabo un mayor volumen y una más amplia gama de operaciones con valores en un número cada vez mayor de países. En segundo lugar, el mantenimiento de restricciones sobre la realización de operaciones con valores por parte de los bancos en los mercados nacionales de Estados Unidos y Japón, los dos países que presentan los mayores superávit y déficit financieros, han desplazado la competencia hacia la arena internacional donde esas limitaciones no son aplicables. A fin de mantener sus posiciones de mercado frente a la mayor competencia de los bancos captadores de depósitos, que han tratado de aumentar sus ingresos por comisiones en operaciones con valores y similares, a medida que se reducían sus márgenes en la actividad crediticia, las entidades de inversión han ampliado sus operaciones exteriores.

Un nuevo ímpetu a la expansión de las entidades internacionales de inversión ha venido dado por la implantación de distintas reglas, convenciones y estructuras oligopolistas de mercado en los centros financieros nacionales que frecuentemente permiten una más barata emisión de valores a nivel internacional. Además, a medida que se acentúan las presiones en pro de una mayor aunque gradual liberalización de los mercados financieros nacionales, los bancos y las entidades de inversión que operan a partir de mercados nacionales fuertemente regulados, como Japón, pueden considerar interesante para ellos financiar la expansión de sus actividades internacionales con ingresos internos, a fin de establecer y consolidar sus posiciones en el mercado global. Una vez que los mercados nacionales se liberalicen totalmente, esa subvención cruzada de carácter estratégico resultará imposible.

La creciente preferencia de prestatarios y prestamistas por los valores, en vez de los créditos bancarios, ha sido otro factor decisivo en el crecimiento, tanto nacional como internacional, de los mercados de valores. Los inversores institucionales prefieren las carteras de valores a los depósitos bancarios. Los tipos de rendimiento de los valores suelen ser más elevados y el crecimiento de los mercados secundarios ha aumentado su liquidez. Por otro lado, los acuerdos *swap*, las opciones y otros instrumentos suplementarios permiten un replanteamiento de los contratos estándar sobre valores, con lo que resulta más fácil que en épocas anteriores satisfacer las exigencias de prestatarios y prestamistas. Los prestatarios prefieren esta forma de financiación porque usualmente su coste es infe-

rior al de los préstamos bancarios. De hecho, los prestatarios de máxima clasificación han sido capaces de emitir títulos a precios inferiores a los pagados por los bancos sobre su propio pasivo. Algunos bancos tienen ahora que pagar una prima de riesgo más alta que antes debido al deterioro en la calidad de algunos de sus activos, especialmente en los préstamos a países subdesarrollados y en los otorgados a sectores o regiones concretos en determinados países. El descenso de la inflación, la caída de los tipos de interés y en algunos países la persistencia de fuertes déficit públicos son otra serie de factores de naturaleza macroeconómica que contribuyen a la expansión de los mercados de valores.

CUESTIONES EN MATERIA DE REGULACION

Los cambios de los mercados de valores suscitan toda una serie de cuestiones en materia de regulación, algunas de las cuales han recibido una atención considerable últimamente: el *insider trading*, la realización de operaciones con valores por parte de los bancos (Glass-Steagall), las implicaciones para la eficiencia y la estabilidad de una creciente actividad financiera no acompañada de una expansión equivalente en la actividad real, el acceso a los mercados, la toma de posiciones, el control de riesgos y la adecuación de los capitales, etc. El presente trabajo sólo se ocupa de unas cuantas cuestiones seleccionadas:

1. de qué modo las tendencias antes descritas afectan a la forma de satisfacer las necesidades de liquidez y cuál es la respuesta apropiada en materia de regulación;
2. qué implicaciones en materia de regulación presenta la creciente internacionalización de los mercados de valores, y
3. qué grado y qué tipo de regulación del mercado de valores es necesario y resulta viable.

Liquidez y regulación

El crecimiento de los mercados de valores significa que la venta de valores en circulación y la emisión de otros nuevos se han convertido en complementos cada vez más importantes de un patrimonio, el cual podría estar constituido por dinero en efectivo y una cartera de activos cuyo calendario de vencimientos y amortizaciones se correspondería con el movimiento previsto de los pagos. Por consiguiente, el hundimiento del mercado de valores sería mucho más perjudicial para el funcionamiento de todo el sistema eco-

nómico y financiero que en el pasado, cuando los perdedores principales hubieran sido los tenedores individuales y los emisores de nuevos valores.

En consecuencia, se ha producido un cambio sutil, pero significativo, en la justificación de la regulación. Deja así de quedar confinada a la protección de prestatarios y prestamistas individuales para parecerse a la justificación de la regulación de la banca y de la existencia de un prestamista de última instancia: garantizar que los beneficios para la economía en su conjunto —las «externalidades»— de la constante provisión de liquidez no se vean amenazados. La regulación del mercado de valores pasa así a tener unas consecuencias sistémicas, y hay que empezar a tomar en consideración la existencia de un «creador de mercado de última instancia».

Estructura y funcionamiento de los mercados secundarios

La íntima relación que existe entre la estructura y el funcionamiento de un mercado, y especialmente de un mercado financiero, hace que resulte útil examinar los rasgos principales de los mercados secundarios y analizar el papel del *creador de mercados*. Una característica importante de los mercados secundarios activos es un cierto grado de eficiencia reflejada en unos márgenes más estrechos entre oferta y demanda, unas comisiones modestas y una volatilidad relativamente baja de las cotizaciones. La profundidad del mercado viene estimulada por la presencia de muchos participantes reales o potenciales y por un cierto grado de estandarización. Si existe una gran diversidad en los tipos de contratos financieros, el mercado acaba inevitablemente segmentado. Por esta razón, los mercados secundarios más activos surgen inicialmente alrededor de instrumentos muy extendidos con unas características de riesgo crediticio similares, usualmente bastante bajo: divisas, papel del Tesoro, CD, papel comercial, etcétera. La estandarización de otros componentes del contrato, como denominaciones, vencimientos, métodos de cómputo de los tipos de interés, calendarios de amortización, etc., contribuye también a la aparición de mercados secundarios activos. De hecho, una de las razones de que la creación de instrumentos financieros a la medida de cada prestatario haya sido abandonada en fechas recientes está en la inexistencia de mercados secundarios para tales productos. Otra razón ha sido que cada vez hay más posibilidades de satisfacer necesidades específicas mediante la conjugación de modalidades estándar en un solo instrumento sintético.

Una segunda característica de los mercados secundarios activos es la presencia de *creadores de mercado*. Aunque en un mercado secundario resulte posible trabajar sobre la base del corretaje puro, en el que las operaciones se cierran una vez que han aparecido dos partes con necesidades que se complementan, los mercados suelen tener mayor intensidad y ser más activos cuando existen firmas dispuestas en todo momento a cotizar precios de compra y de venta firmes, al menos por una cantidad mínima. El *creador de mercado* ha de poseer o ser capaz de obtener en plazo muy breve un *stock* del instrumento financiero en cuestión, lo que, por lo general, significa que suele tener una posición abierta. Esta posición es una importante fuente de ingresos como complemento de la que surge del margen entre las cotizaciones de oferta y demanda, especialmente en un entorno de tipos de interés al alza como los de años recientes, pero también implica riesgos, que en ocasiones pueden ser sustanciales. Para hacerles frente el creador de mercado ha de disponer del capital adecuado, y los beneficios derivados de la creación de mercados han de ser proporcionales a los riesgos.

Un tercer rasgo de la mayoría de los mercados financieros —y no sólo de los secundarios— es la tendencia hacia la concentración, al menos a largo plazo. Las instituciones grandes normalmente se hallan en situación ventajosa en los mercados financieros. Gozan de mayor confianza entre los participantes en el mercado, tienen influencia sobre las regulaciones que se promulgan y, con frecuencia, obtienen el endoso de las autoridades en forma de operador principal, o una posición similar, con mayor facilidad que las pequeñas firmas. Aunque puede haber una multitud de pequeños participantes, la mayoría del negocio usualmente corresponde a un pequeño grupo de grandes firmas.

Esta tendencia a una estructura oligopolista en los mercados secundarios puede influir en la formación de los precios. En un mercado concentrado, los *creadores de mercados*, especialmente aquellos que disponen de importantes redes de comercialización, se mostrarán reacios a cotizar precios firmes o a divulgar datos sobre el volumen o los precios de sus operaciones, pues ello permitirá a los competidores conocer sus estrategias. La negociación muchas veces se llevará a cabo a precios distintos de los cotizados y los precios cerrados no serán homogéneos, es decir, contratos idénticos negociados al mismo tiempo tendrán precios distintos para diferentes interlocutores. Los *creadores de mercado* pueden también hallar incentivos en activi-

dades de venta al descubierto y de ventas «amenazadoras», esto es, tratando de influir en los precios mediante la variación de las cantidades destinadas al mercado secundario. La estructura oligopolista de mercado que prevalece en el mercado de eurobonos explica por qué ha resultado tan difícil crear un sistema de negociación mediante pantallas de terminales a pesar de que la tecnología existe y las autoridades están favorablemente dispuestas.

La regulación de los mercados secundarios

Las relaciones entre la estructura y el funcionamiento de los mercados secundarios, ¿qué implicaciones presentan para el diseño de las regulaciones aplicables? En primer lugar, ponen en evidencia un dilema regulador básico. Por un lado, el margen entre las cotizaciones de oferta y demanda ha de ser lo más pequeño posible, a fin de fomentar la eficiencia y promover un gran volumen de operaciones. Consiguientemente, resulta muy deseable fomentar la competencia, suavizar las barreras de acceso y eliminar rigideces en comisiones y márgenes provocadas por los controles administrativos o los comportamientos monopolísticos.

Por otro lado, como la creación de mercados genera para la economía en su conjunto, beneficios sustanciales muy superiores, por ejemplo, a los ingresos fiscales por los beneficios generados en la creación de mercados, el mantenimiento de la continuidad en los mercados es una condición esencial. Si el rendimiento por la creación de mercados no es el adecuado o los riesgos demasiado grandes, las entidades de inversión dejarán de cotizar precios firmes de ida y vuelta a la menor crisis que se produzca. El cese de la actividad de creación de mercados en el mercado de pagarés perpetuos a interés flotante a finales de 1986 es un ejemplo reciente de cómo el atasco de un mercado no sólo afecta a la liquidez de los títulos en circulación, sino que tiene también un impacto sobre la capacidad de los emisores para vender papel en el mercado primario. Además, demuestra que los acontecimientos en un mercado pueden afectar muchas veces a otro en el que se negocia un tipo de papel similar.

Por estas razones las autoridades han de llegar a un compromiso entre esas dos corrientes contrarias: la competencia ha de fomentarse, pero también deben cumplirse unos criterios mínimos. En la mayoría de los mercados, la tendencia que se ha impuesto ha sido la de lograr ese equilibrio eliminando los controles sobre las cotizaciones y suavizando, aunque no aboliendo, las restricciones de acceso, pero insistiendo,

al mismo tiempo, en determinados criterios mínimos para todos los creadores de mercado. Un enfoque óptimo sería el mantenimiento de los controles de acceso mediante un sistema de designación, habilitación o concesión de licencias. Este es el principio que inspira la reciente legislación sobre servicios financieros en Gran Bretaña, que estipula que sólo las entidades autorizadas estarán facultadas para prestar servicios financieros.

Este planteamiento no sólo es coherente con las responsabilidades de las autoridades ante la comunidad en su conjunto, sino también con los intereses de las principales instituciones establecidas. La existencia continuada de barreras de acceso a la creación de mercados, especialmente si son de un nivel lo suficientemente bajo como para no impulsar la creación de mercados alternativos, permite a las firmas establecidas apropiarse de las rentas diferenciales oligopolistas en mayor medida que la que, de cualquier otro modo, sería posible. Además, cuando las comisiones y honorarios dejan de estar bajo control, esas firmas pueden cotizar sus servicios por debajo del umbral que provoca la aparición de mercados paralelos. Esto, a su vez, resulta beneficioso para las autoridades, puesto que no necesitan estar tan atentas a posibles maniobras de evasión. La función de policía se delega, como está sucediendo, en las firmas de inversión.

La interrelación entre función y estructura presenta otras implicaciones en el diseño de las regulaciones aplicables. En primer lugar, ciertas reglas y convenciones que parecen mínimas o insignificantes pueden tener consecuencias de largo alcance para el funcionamiento del mercado. Por ejemplo, en algunos países la fijación de un límite en las órdenes permite a otros operadores (no creadores de mercados) y al público competir indirectamente con los creadores de mercado, colocando órdenes de compra y de venta a condición de que los precios alcancen determinados niveles. Esto reduce el poder oligopolista del creador de mercado y tiende a generar más información. Las normas que obligan a los creadores de mercado a fijar sus precios electrónicamente en las pantallas producen efectos similares.

En segundo lugar, la existencia de creadores de mercado significa que hay un grupo de agentes cuyas posiciones abiertas les otorgan un interés adquirido en favor de la estabilidad. Este interés puede ser utilizado al promulgar normas que fomenten los mercados estables: ciertos requisitos de publicidad, normas sobre oscilación máxima de cotizaciones aplicables a algunas

bolsas, concentración de órdenes en momentos concretos, etcétera.

En tercer lugar, las autoridades, como emisoras de algunos de los valores principales ostentados a efectos de liquidez, han de asegurarse de que la oferta de esos valores sea la adecuada. En realidad, ésta es la razón de que la posición de creador de mercado y el acceso privilegiado a las nuevas emisiones públicas (mediante la participación en sindicatos de suscripción o en subastas) vayan muchas veces de la mano. En este aspecto, las autoridades pueden actuar como creador de mercado en última instancia.

Cuestiones en materia de regulación internacional

En otros tiempos, cuando las operaciones con valores estaban esencialmente limitadas a las que realizaban los residentes de un mismo país, y las consecuencias sistémicas de un cese en la actividad de creación de mercados eran menos graves, había una menor necesidad de cooperación internacional en la elaboración de las normas aplicables al sector de valores. Los sistemas nacionales de regulación solían evolucionar independientemente unos de otros, con algunos países favoreciendo sistemas de autorregulación, otros resaltando los requisitos de publicidad y la confianza en la disciplina del mercado, ejercitando el control a través de los bancos, impidiendo a los bancos la realización de importantes tipos de operaciones con valores, creando comisiones nacionales, asignando responsabilidades reguladoras a autoridades territoriales (provincias, estados, *länder*, cantones), etc. Esta heterogeneidad en los planteamientos y en la asignación de responsabilidades complica cualquier labor de cooperación internacional al tiempo que hace que determinadas cuestiones, como la extraterritorialidad y la reciprocidad, adquieran una mayor gravedad en la regulación de los mercados de valores que en el sector bancario.

Extraterritorialidad y reciprocidad

En principio, existen cuatro formas de lograr la coherencia de la actividad reguladora a través de las fronteras nacionales:

1. Creación de normas generales aplicables con igual fuerza en más de una jurisdicción.
2. Convergencia de las normas nacionales.
3. Reconocimiento mutuo de normas nacionales divergentes; y
4. Aplicación por un país de sus normas fuera de sus fronteras territoriales.

En la práctica, estos cuatro tipos, y en especial los tres últimos, se confunden. Las agrupaciones regionales externas, como la Comunidad Europea, que se acogen a la primera modalidad y que conllevan una cierta pérdida de soberanía, son raras y para los tres principales centros financieros internacionales, Londres, Nueva York y Tokio, totalmente sin significación. El segundo tipo, la convergencia de las normas nacionales, se ha producido en el sector bancario, al menos en los países más importantes, en parte debido a que la estructura de los sistemas reguladores no era tan divergente como en el sector de valores y en parte porque la voluntad de los bancos de trasladar la sede de sus operaciones internacionales ha aportado un incentivo a la cooperación. En el sector de valores, lo más usual ha sido el reconocimiento mutuo y la aplicación transnacional de las normas nacionales. En parte, ello es consecuencia de la gran variedad de los planteamientos sobre regulación y de la importancia decisiva de unos pocos centros financieros importantes.

La adopción del principio de que los servicios financieros solamente pueden prestarse dentro del contexto de un determinado marco regulador reconocido ha implicado, en la nueva legislación británica sobre servicios financieros, un cierto grado de extraterritorialidad, dada la importancia de Londres como centro de operaciones internacionales con valores. Por ejemplo, la *Association of International Bond Dealers*, una entidad legalmente constituida en Suiza, ha sido reconocida como órgano de autorregulación para el sector por las autoridades británicas. Las bolsas de fuera de Gran Bretaña también han sido objeto de reconocimiento.

Fundamentalmente por las mismas razones, la reciprocidad, un principio ampliamente considerado como contrario al libre comercio multilateral, está siendo adoptada cada vez con más frecuencia en la legislación financiera. Ello es un reflejo, en parte, del resurgimiento general de las actitudes proteccionistas, pero también ha sido empleado en sentido estratégico por algunos países con importantes intereses bancarios y financieros para abrir mercados que, de otro modo, permanecerían cerrados. Dejando a un lado cualquier objeción teórica, su aplicación en la práctica resulta con frecuencia difícil y arbitraria, especialmente cuando los bancos y las firmas de inversión gozan de diferentes facultades en distintos países.

La «competencia por no hacer nada»

La creciente integración financiera internacional, la diversidad de enfoques en la regulación

y la ascensión de mezquinos intereses locales, son factores que llevan dentro de sí los peligros de la «competencia por no hacer nada». En el sector bancario, este peligro ha sido fundamentalmente evitado gracias al diálogo entre las autoridades de los principales países y al reconocimiento de que conquistar una cuota de mercado ligeramente mayor para las instituciones del propio país constituiría una victoria pírrica si ello se lograba debilitando la solidez de un sistema financiero internacional cada vez más interdependiente.

Puede ocurrir perfectamente que las economías de escala y de alcance, derivadas de un gran volumen de operaciones, y la magnitud de la infraestructura necesaria para un funcionamiento rentable de los mercados de valores (sistemas de cotización y confirmación de órdenes, acuerdos sobre compensación, uniformización de contratos, métodos de resolución de disputas, etc.) hagan que las firmas de inversión sean menos proclives que los bancos a trasladarse a localidades totalmente nuevas y no sometidas a regulación. Es evidente que los mercados de valores *off-shore* no han tenido el mismo éxito que los centros bancarios *off-shore*. Por otro lado, las firmas de inversión sí son capaces y están dispuestas a intercambiar sus centros de negociación entre las tres grandes capitales financieras del mundo con sus eficientes y bien establecidas infraestructuras. Por esta razón, los recientes contactos entre las autoridades responsables de los mercados de valores en Japón, Estados Unidos y Gran Bretaña son prometedores. Existen, no obstante, razones de peso para ir más allá de unas consultas esencialmente bilaterales cuando los mezquinos intereses nacionales tratan de imponerse a los intentos multilaterales para lograr una mayor coherencia.

Las funciones de la regulación

Mucho de lo que hasta ahora se ha dicho sugiere que la actividad reguladora cumple una serie de propósitos diferentes, y son diversas las fuerzas que la conforman. Entenderla como un servicio para el que existe una demanda y una oferta imaginarias nos ayudará a comprender las fuerzas que intervienen. Del lado de la demanda tenemos a tres grupos distintos de actores. En primer lugar, están los propios participantes en el mercado de valores, probablemente los de mayor importancia para la forma que adquieran las regulaciones. Las firmas de inversión, en particular, tienen un interés directo en el funcionamiento del mercado, interés que es

más fuerte y centrado que el de quienes usan los mercados como fuente de provisión de fondos o como lugar para invertir dinero. En segundo lugar está el público en general, que puede no utilizar el mercado de valores con frecuencia o de una forma directa, pero que se vería afectado por su hundimiento. La tercera categoría comprende a las autoridades reguladoras de otros países, preocupadas por la forma que adquiere la regulación en los grandes mercados nacionales, dadas las consecuencias que cualquier ruptura produciría en un mercado interdependiente, la posibilidad de irrupción de la «competencia por no hacer nada» y la tendencia hacia la aplicación extraterritorial de las regulaciones nacionales.

Del lado de la oferta existe una diversidad considerable, desde los sistemas de autorregulación casi absoluta hasta aquellos de control riguroso por las autoridades de todos los aspectos del funcionamiento de los mercados de valores. Ahora bien, la distinción entre autorregulación y regulación por los poderes públicos no es, en modo alguno, fácil y directa. Las autoridades pueden inducir, y de hecho inducen, a los participantes en el mercado a establecer sus propios códigos y a vigilar su cumplimiento, y las firmas de inversión disponen de una poderosa influencia en la conformación de las normas administrativas, gracias a su experiencia o al poder de sus camarillas políticas. Por otro lado, los participantes en el mercado pueden con frecuencia preferir que la regulación proceda de las autoridades. En este caso, algunos de los costes de establecimiento, e incluso de explotación de la infraestructura necesaria, pueden ser sufragados por los contribuyentes. La presencia de un árbitro neutral puede también permitir la consecución de una estructura de mercado que vaya en interés de cada uno de los participantes individuales en él y de la economía en su conjunto, pero que no surgiría de otro modo por el temor a las maniobras tácticas. Este es el caso clásico del dilema del prisionero, donde la cooperación probablemente beneficiará tanto al individuo como a la comunidad, pero será improbable que se produzca sin la capacidad para establecer y hacer cumplir contratos y normas. También puede extraerse una analogía de la protección del medio ambiente. Cada propietario individual de una fábrica puede estar dispuesto a soportar algún coste adicional en favor de una atmósfera limpia, pero sin un sistema de consultas, controles y sanciones se resistirá a sufragar esos costes por miedo a que otra fábrica tenga otras preferencias distintas.

Considerar la actividad reguladora desde este

prisma nos ayuda a evitar esa tendencia tan común a verla como un obstáculo al funcionamiento libre y sin trabas. Si bien hay algunas regulaciones que perjudican al eficiente funcionamiento de los mercados, y cuya justificación está, por ejemplo, en la protección del pequeño inversor, hay otras normas que sí fomentan la eficiencia del mercado. En la última década, una gran parte de la política desreguladora que ha tenido lugar ha apuntado hacia la eliminación de aquellas reglas que obstaculizaban el crecimiento y desarrollo de los mercados de valores, como las relativas a control de cambios y composición de carteras, las restricciones a la doble capacidad, la regulación de comisiones y honorarios, etc. Muchas de las nuevas regulaciones pueden verse como inductoras del fluido y permanente funcionamiento del mercado ante la posibilidad de crisis: requisitos mínimos de capital, límites a las posiciones, condiciones para la autorización o reconocimiento, etcétera.

Reconocer que algunas de las regulaciones pueden promover la aparición de externalidades y permitir a los participantes en el mercado obtener un diferencial económico gracias a ellas ayudará también a concebir un planteamiento racional en relación con la imposición de normas gravosas, que puedan ser necesarias para otros fines. El volumen de normas gravosas que pueda imponerse estará en función de: *a)* el valor de la infraestructura para los participantes en el mercado; *b)* los costes de acceso al mercado, y *c)* los costes de crear o utilizar una infraestructura alternativa.

Si bien el análisis anterior sugiere que la actividad reguladora, al estar sujeta a las fuerzas de la oferta y la demanda, es poco probable que desaparezca, lo que no aporta es orientación alguna sobre qué tipo de regulaciones tienden a aumentar el bienestar y cuáles a reducirlo. Tal como se ha efectuado, no presenta justificación alguna ni para el mantenimiento de las regulaciones existentes ni para la introducción de otras nuevas. Lo que sí hace es aportar motivos para una práctica reguladora establecida hace tiempo: la tendencia a moverse por pequeños pasos. Como el impacto de una modificación en las regulaciones no puede predecirse con precisión, lo más rentable es realizar cambios graduales y evaluar sus consecuencias antes de dar el paso siguiente. Actuando de este modo hay menos posibilidades de distorsionar el sistema financiero, y concuerda con las realidades políticas. Hay más probabilidades de que los intereses creados en el sector acepten los cambios pequeños y graduales que los sistémicos

CONCLUSIONES

Como conclusión, ha de ser útil volver sobre las tres principales proposiciones referentes a la regulación de los mercados de valores que se han esbozado en el presente trabajo. En *primer* lugar, la tendencia a utilizar los mercados de valores, y en especial los mercados secundarios, como fuente de liquidez ha determinado que resulte cada vez más necesario entender la regulación de esos mercados como parte del esfuerzo por garantizar la solidez y estabilidad del sistema financiero en su conjunto y no sólo como un medio de garantizar la integridad de operaciones privadas que tienen poca o ninguna significación para quienes no sean parte del contrato. En *segundo* lugar, el creciente carácter internacional de las operaciones de los mercados de valores ha otorgado una cierta urgencia a los esfuerzos por lograr una coherencia en materia de regulación. El perfeccionamiento del proceso de consultas más allá de los contactos bilaterales puede hacer enmudecer las tendencias a imponer mezquinos intereses sectoriales. En *tercer* lugar, ver la actividad reguladora como el resultado de las interacciones entre oferta y demanda saca a la luz la considerable variedad de fuerzas que conforman las diferentes normas que se promulgan. Además, reconocer que la actividad reguladora puede fomentar la eficiencia del mercado y generar externalidades aporta una base sólida para otro tipo de regulaciones que resultan menos aceptables para los participantes en el mercado, pero que son necesarias para otros fines.

NOTA

(*) Trabajo preparado para el seminario sobre Innovación Financiera organizado por la Fondation Internationale des Sciences Humaines y la Fundación FIES, Madrid, 8 y 9 de octubre de 1987.

Mi agradecimiento a los valiosos comentarios de Helmut Mayer. Las opiniones expresadas en este trabajo no reflejan necesariamente las del Banco Internacional de Pagos.

BIBLIOGRAFIA

- ALLEN, Julius W. (1986): «The Internationalisation of Securities Trading Markets», *Congressional Research Service*, HG 4551 Gen, Library of Congress, Washington.
- BOYD, John H., y GRAHAM, Stanley L. (1986): «Risk Regulation and Bank Holding Company expansion into Nonbanking», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, volumen 10, núm. 2, primavera.
- CAROSSO, Vincent P. (1970): *Investment Banking in America*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

- CHANT, John (1987): «Regulation of Financial Institutions. A Functional Analysis», *Bank of Canada Technical Reports*, núm. 45.
- COHEN, K. J.; MALER, S. F.; SCHWARTZ, R. A., y WHITCOMB, D. K. (1986): *The Microstructure of Securities Markets*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- DAVIS, E. P. (1986): «Rising sectoral debt-income ratios: a cause for concern?», *BIS Economic Papers*, núm. 20, Basilea.
- GREENWICH ASSOCIATES (1986): *United Kingdom Brokerage Services*, Greenwich, Connecticut.
- LANGOHR, Herwig, y SANTOMERO, Anthony M. (1985): «The Extent of Equity Investment by European Banks», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, núm.1.
- MARQUARDT, Jeffrey C. (1987): «Financial market supervision: some conceptual issues», *BIS Economic Paper*, núm. 19, Basilea.
- PECK, Anne E. (1985): *Futures Markets: Regulatory Issues*, American Enterprise Institute, Washington.
- ROBINSON, J. Michael (ed.) (1980): *Comparative Survey of Securities Laws*, Kluwer, Deventer.
- SAMATZ, Arnold W. (ed.) (1981): *Securities Activities of Commercial Banks*, Lexington Books, Lexington, Massachusetts.
- SHERMAN, Michael E., et al. (1983): *Banking and Securities. U.S. Lesson of Foreign Experiences*, Hudson Strategy Group, Cronton on Hudson, Nueva York.
- TOBIN, James (1984): «On the efficiency of the Financial System», *Lloyds Bank Review*, julio.
- U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES (1986): *Restructuring Financial Markets*, Committee on Energy and Commerce, Committee Print 99-DD, US Government Printing Office, Washington.
- WORMELL, Jeremy (1985): *The Gilt-Edged Market*, George Allen and Unwin, Londres.