

CUESTIONARIO

1. Teniendo en cuenta el intenso proceso de liberalización que han experimentado recientemente los mercados de capitales internacionales, ¿cómo evaluaría la situación actual de los mercados de capitales europeos, y en particular su estado actual de integración?

2. La consolidación de los distintos mercados de capitales en Europa debe afrontar, a su vez, la armonización de la regulación por la que se rigen múltiples aspectos de la actividad en los mercados financieros, incluyendo los sistemas de negociación, compensación y liquidación, la estructura de la supervisión y control, y la propiedad o naturaleza jurídica de las bolsas y otros organismos rectores. ¿Cuáles son las principales dificultades y las posibles vías de solución para la armonización regulatoria de los mercados de capitales europeos?

3. En los últimos años, hemos sido testigos de numerosos proyectos de alianzas y acuerdos de facto entre las distintas bolsas (iX, Euronext) y grupos de compensación y liquidación en Europa, así como de la aparición, al amparo de las nuevas tecnologías, de plataformas alternativas de negociación. ¿Cree posible a medio plazo el establecimiento de una alianza para una Bolsa pan-europea?

4. La tecnología se ha convertido en uno de los elementos clave en el funcionamiento de los mercados de capitales y en su integración. Desde el punto de vista del acceso a los mercados y los canales de distribución, ¿qué papel cree que puede jugar internet en la competencia en los mercados de valores europeos?

5. Uno de los segmentos del mercado sobre los que se ha generado una mayor controversia en cuanto a su valoración actual y desarrollo futuro han sido los valores tecnológicos. ¿Cómo describiría la situación actual y perspectivas futuras de los llamados "nuevos mercados" de valores?

6. ¿Podría producirse una integración bursátil exclusiva para los principales valores europeos manteniendo al margen un conjunto de bolsas secundarias? ¿Cuáles son las posibilidades futuras de financiación de las empresas españolas en los mercados internacionales de capitales?

7. Entre los protagonistas del desarrollo de los mercados de renta fija y variable en España y Europa en los últimos años se encuentran los inversores institucionales, destacando el papel desempeñado por los fondos de inversión. En caso de materializarse, ¿qué implicaciones podría tener el proyecto comunitario de creación de un mercado único europeo de fondos de inversión?

JOSÉ FOLGADO

Secretario de Estado de Economía,
de Energía y de la Pequeña y Mediana Empresa

1. Los mercados de capitales europeos están experimentando una transformación que va a permitir su incorporación plena y definitiva al proceso de integración económica europea. Las dos fuerzas básicas impulsoras de los cambios son la integración monetaria y la utilización de nuevas tecnologías en el ámbito de los mercados financieros, que han reducido de forma notable los costes de transacción. Todo los agentes involucrados están adaptando sus estrategias y decisiones al nuevo entorno, colaborando así a la profundización del proceso.

Los mercados e intermediarios se enfrentan a una mayor competencia derivada de la reducción de las barreras a la entrada y de la aparición de nuevos canales de distribución. Los inversores comienzan a aprovechar las oportunidades de optimizar la relación rentabilidad-riesgo de sus carteras mediante el aumento del peso de los activos de otros países europeos y las mejoras en las condiciones de información y precios de los servicios.

Los gobiernos de los estados miembros también participan de forma activa en el proceso desde dos perspectivas distintas. En primer lugar, tratan de reforzar la posición relativa de sus mercados e intermediarios frente a la competencia, eliminando obstáculos de naturaleza regulatoria e institucional. En segundo lugar, son conscientes de los beneficios económicos que la integración de los mercados de capitales euro-

peos puede generar a través de la reducción del coste de utilización del capital y del aumento de la eficiencia de la asignación del ahorro a las oportunidades de inversión. La prioridad política otorgada por los gobiernos europeos a este objetivo ha quedado patente en las conclusiones del Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000, en el que se establece la fecha de 2005 como límite para el cumplimiento del Plan de Acción de los Servicios Financieros presentado por la Comisión en junio de 1999. Este Plan trata de completar el primer paquete de directivas destinado a crear un Espacio Financiero Único basado en la libre circulación de capitales y la libertad de prestación de servicios en el marco del proceso de construcción del Mercado Único.

El grado de integración de cada segmento del mercado de capitales europeo depende, por tanto, del efecto asociado a la reducción de los costes de transacción, en función de la naturaleza del activo y del emisor.

En los mercados de renta fija, el impacto de la creación del euro ha sido particularmente intenso. La desaparición del riesgo de cambio y de los costes de conversión de moneda, junto con la puesta en marcha de la política monetaria única, ha aumentado la sustituibilidad y comparabilidad entre los activos. Los diferenciales se han estrechado de forma drástica, ya que ahora reflejan fundamentalmente las diferencias en los riesgos de crédito y de liquidez. Asimismo, es destacable la tendencia al aumento del tamaño medio de las emisiones.

A la vez, el acercamiento en las prácticas de emisión, la mayor coordinación entre las emisiones europeas y el avance en la homogeneización de las convenciones están favoreciendo igualmente una mayor integración de los mercados de renta fija europea.

El mercado de renta fija privada es el que ha registrado el avance más espectacular, puesto que en 1999 se ha doblado el volumen de emisiones netas (alcanzando alrededor de 500.000 millones de euros), lo que ha permitido que las emisiones denominadas en euros superasen por primera vez a las denominadas en dólares. A pesar de que existen sin duda factores coyunturales que han inflado el mercado durante el pasado año, entre los que destacan los bajos tipos de interés del euro y la actividad de fusiones y adquisiciones, es difícil negar que nuevos factores estructurales han propiciado la emergencia de un potente mercado europeo de renta fija privada. En este caso, se ha avanzado tanto en profundidad, por el aumento del tamaño del mercado y la reducción del riesgo de

liquidez, como en amplitud, por la aparición de nuevos segmentos con activos de menor calidad crediticia. Por otro lado, este fenómeno muestra la tendencia de las empresas a utilizar en mayor medida la financiación a través del mercado, lo que supone una nueva fase en el proceso de desintermediación en el que Europa se encuentra todavía por detrás de Estados Unidos.

En los mercados de renta variable, los notables avances en la integración están más relacionados con la utilización de nuevas tecnologías que con la moneda única. En efecto, los costes de transacción más importantes para las operaciones transfronterizas con acciones son los relacionados con la información, tanto por la dificultad de acceso como por las asimetrías entre emisores e inversores. Al menos así se explica en gran parte de la literatura el sesgo hacia las acciones domésticas (*home equity bias*), que hace que no se aprovechen plenamente las oportunidades de reducir sin costes el riesgo de la cartera mediante la diversificación de las inversiones. Según las estimaciones realizadas por diversos autores, la magnitud del sesgo se ha reducido a lo largo de la década de los noventa gracias a la mayor disponibilidad de información sobre la evolución de las empresas de otros países derivada de las nuevas tecnologías. La creación del euro y la incorporación acelerada de los mercados de acciones a la globalización financiera están propiciando un aumento de las transacciones intra-europeas, basadas cada vez más en estrategias sectoriales, pero también un despegue definitivo de las compras de acciones en mercados exteriores. El aumento de la correlación entre las bolsas de la zona euro reduce las posibilidades de diversificación de las carteras, lo cual aconseja a los gestores ampliar el marco geográfico de referencia de sus carteras.

2. La aplicación a los mercados de valores del esquema sobre el que se basó la creación de un mercado único de servicios bancarios no ha resultado totalmente satisfactoria. Las razones que explican las dificultades para que la combinación de armonización mínima y reconocimiento mutuo de las normas permitiera la efectiva integración de los mercados de capitales tienen que ver con la naturaleza de la actividad y su regulación.

En el ámbito de las entidades de crédito, la preservación de la solvencia es un interés ampliamente compartido (lo que refuerza la confianza en el reconocimiento mutuo), y la libre prestación de servicios no ha provocado grandes cambios en las cuotas de mercado de las industrias financieras nacionales. Por el con-

trario, en el ámbito de los mercados de valores, las diferencias en la capacidad competitiva de las industrias y en los niveles de cultura financiera de los países generan formas distintas de entender la regulación, que vienen lastrando el proyecto de integración de los mercados. Además, la parte sustancial de la regulación, la que se refiere a las normas de conducta destinadas a garantizar la protección del inversor, es competencia del país de destino, lo que merma la efectividad de la aplicación del principio de país de origen.

Existe no obstante un cuerpo de directivas que ha tratado de armonizar aspectos como la admisión a cotización de valores en mercados organizados, los folletos de emisión, la actividad de las empresas de servicios de inversión, los sistemas de protección de los inversores, la prohibición del uso de información privilegiada, las normas reguladoras de los mercados organizados, la comercialización transfronteriza de fondos de inversión y determinadas normas mercantiles que afectan a las sociedades. Esta normativa ha logrado abrir los mercados nacionales, pero no crear un mercado integrado. Ante esta situación, el ECOFIN encargó a un Comité de Sabios el estudio de la regulación de los mercados de valores y las fórmulas para corregir las insuficiencias, y dicho Comité ha presentado recientemente su informe preliminar.

Por otra parte, la Comisión propuso el ya citado Plan de Acción para los Servicios Financieros, que contienen 42 medidas para actuar sobre cuatro áreas (mercados minoristas, mayoristas, regulación prudencial y supervisión, y otras medidas para el mercado único de servicios financieros). El contenido del Plan es reconocido ampliamente como adecuado, pero existen serias dudas sobre la posibilidad de cumplirlo en los plazos previstos, dadas las limitaciones del marco institucional actual:

- el procedimiento legislativo comunitario es muy lento, se tarda unos tres años en aprobar una Directiva; sin embargo, cuando hay voluntad política, se acelera el proceso;

- la búsqueda del consenso lleva a textos poco claros o con una armonización mínima, cuya transposición por los estados resulta en obstáculos a la integración,

- los estados se retrasan en la transposición,

- la regulación presenta lagunas: no se han armonizado los fondos de pensiones, el estatuto de la sociedad europea..., hay algunas normas que han quedado obsoletas,

- no hay un mecanismo ágil para poner al día la normativa comunitaria, y

- los mecanismos de cooperación e intercambio de información entre supervisores son insuficientes y dan lugar a actuaciones disciplinarias impredecibles.

En definitiva, el sistema actual es lento, rígido, da lugar a normas ambiguas y depende de normas de rango elevado (directivas) para desarrollar regulaciones muy detalladas. El Comité de Sabios propone que el Consejo Europeo de Estocolmo (marzo 2001) adopte una resolución de modo que el procedimiento para la adopción de normas financieras se modifique de acuerdo con un esquema en cuatro niveles:

- 1) Adopción ("siempre que sea posible"), por el sistema *fast-track* de lectura única, de directivas o reglamentos que establezcan sólo principios y objetivos generales.

- 2) Desarrollo de la norma por un procedimiento de comitología, lo que requiere la creación de un Comité de Valores que cuente con el apoyo de un Comité de Reguladores.

- 3) Adopción de la normativa por parte de los estados dentro de un marco de mayor cooperación entre reguladores y supervisores.

- 4) Control reforzado de la transposición por parte de la Comisión y de los demás estados.

A la vez, el Comité considera que, si se adoptan estas medidas, no es necesario crear un supervisor único en la UE. Por el momento, el Comité cree que sería suficiente adelantar al año 2004 la conclusión del Plan de Acción.

La posición de España en el debate sobre la regulación de los mercados de capitales europeos ha estado siempre orientada a conseguir el grado de armonización necesario para garantizar un nivel elevado de protección a los inversores y un funcionamiento eficaz del Mercado Único. Por lo tanto, a la espera de la publicación del informe definitivo del Comité de Sabios, se comparte a grandes rasgos tanto el diagnóstico del problema como las líneas avanzadas para su solución. Será necesario, en cualquier caso, que todos los estados miembros realicen el esfuerzo de ceder en una parte de sus posiciones para alcanzar un compromiso político que permita hacer realidad los beneficios de un mercado integrado.

3. Es verdad que los nuevos desarrollos tecnoló-

gicos, la necesidad de abaratar costes, la consolidación del euro como moneda de referencia y los cambios en las regulaciones nacionales europeas en estos mercados (por ejemplo, la desmutualización de la Bolsa de Londres en marzo de este año) han propiciado un intenso proceso de tentativas de concentración de las bolsas europeas. Hasta la fecha, estos proyectos han tenido un éxito desigual.

En el caso de Euronext, las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas han sido pioneras en lo que se podría denominar un modelo federal de concentración, que parece consolidarse. Pero no se trata, en realidad, de una fusión de bolsas, puesto que éstas siguen subsistiendo tras la constitución de Euronext. En cambio, el proyecto iX, que preveía la fusión de las bolsas de Frankfurt y Londres ha fracasado, lo mismo que la OPA hostil sobre esta última lanzada por el grupo sueco OM. Por otra parte, bolsas importantes, como las de Milán o Madrid, todavía no se han incorporado formalmente a ninguno de estos planteamientos, aunque han mostrado su interés por el asunto.

Un elemento que condiciona la integración de las bolsas españolas en este proceso de fusión europeo es su configuración mutual... Esta situación dificulta, de hecho, la participación de las bolsas españolas en estos procesos de fusión. Sin embargo, está previsto que la Ley de Acompañamiento de los PGE incluya una modificación legal que permita separar la condición de miembro de la de accionista.

Es muy probable que la tendencia a las alianzas entre las bolsas europeas continúe, pero parece prematuro prejuzgar el resultado final. La Bolsa paneuropea es una posibilidad, pero también cabe la búsqueda de acuerdos de interconexión, en lugar de apostar por una alternativa que suponga la integración en una plataforma única.

4. Ya se ha señalado el carácter de motor del actual proceso de transformación que está desempeñando la utilización de nuevas tecnologías en la negociación y distribución de valores.

Desde principios de los noventa, los mercados europeos han ido introduciendo sistemas de negociación electrónicos que permiten mayor transparencia en la formación de precios y menores costes de intermediación para los miembros del mercado. Estos sistemas se han perfeccionado y han permitido la desmaterialización del mercado, permitiendo ampliar los volúmenes negociados a través del acceso remoto de miembros. Pero también han convertido la organiza-

ción de un mercado en un negocio común y permitido la creación de nuevas plataformas de negociación que compiten con las bolsas tradicionales, impulsando el proceso de racionalización de los mercados de acciones europeos.

Por otra parte, internet se ha convertido en un canal de distribución de servicios de intermediación a los inversores minoristas para las empresas de servicios de inversión. La aparición de este canal constituye un poderoso incentivo a la competencia y a la reducción de los costes de las transacciones con valores. El acceso directo y más barato a los mercados por parte del inversor minorista puede contribuir a aumentar la parte de la riqueza financiera invertida en bonos y acciones, pero también exige una adecuada regulación y supervisión que garantice la transparencia y la seguridad para los inversores. Otro efecto novedoso de la prestación de servicios de inversión por vía electrónica es la adopción de estrategias de portal, que permiten a las entidades ofrecer una gama amplia de productos (compraventa de valores, fondos de inversión) y de servicios (asesoramiento, información), algunos de los cuales se subcontratan con otras entidades.

5. Durante 1999 y los primeros meses de 2000, los mercados de renta variable mantuvieron viva la "fiebre tecnológica". Se generalizó la distinción, un tanto artificial y de fronteras difusas, entre los denominados valores de la nueva economía y los demás, incrementándose la ponderación de los primeros en los principales índices bursátiles mundiales, al tiempo que se creaban o potenciaban mercados e índices específicos para la negociación de los valores tecnológicos.

Los valores tecnológicos alcanzaron sus cotizaciones máximas entre marzo y abril, y desde entonces han caído fuertemente, registrando ya pérdidas en el conjunto del año. La publicación por algunas empresas tecnológicas de resultados muy inferiores a los que esperaba el mercado ha contribuido a esta evolución. Además, en Europa los índices se han visto muy afectados por el desembolso que han tenido que afrontar las operadoras de telefonía para la obtención de las licencias UMTS.

Desgraciadamente, no resulta posible predecir la evolución futura de las cotizaciones bursátiles, ni en la vieja ni en la nueva economía. Es indudable que el componente de "exuberancia irracional", de expectativas desorbitadas sobre las tasas a las que pueden crecer los beneficios empresariales en el futuro, tiene una vida efímera y acabará por desaparecer (si es que

no lo ha hecho ya) de las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, el componente que responda al efecto de los avances en las tecnologías de la información y de la comunicación sobre la productividad de las empresas debe reflejarse en las cotizaciones de manera duradera. En este sentido, los nuevos mercados desempeñan una función necesaria en los sistemas financieros: facilitar la financiación de las empresas que se especializan en estos sectores.

6. En cuanto a la primera parte de la pregunta, se trata de un desarrollo posible. Con independencia del éxito de los procesos de integración entre bolsas, habrá siempre un "nicho" de actividad en el que los mercados nacionales mantengan una ventaja competitiva.

Respecto a la segunda cuestión, para las empresas, un mercado integrado ofrecerá muchas más posibilidades de colocación de acciones y de acceso al creciente mercado de deuda privada en euros. La fragmentación actual de los mercados europeos se traduce en costes más elevados para las empresas, debido a la complejidad de las operaciones transfronterizas. Estos costes no sólo son innecesarios, sino que podrían incluso contribuir a desplazar el mercado fuera de Europa, especialmente a los Estados Unidos, lo que tendría potenciales consecuencias negativas a largo plazo para la economía europea.

En particular, la integración debería beneficiar, sobre todo, a las pequeñas y medianas empresas (PYME), para las que el impacto relativo del diferencial de costes es mayor. Actualmente, hay una oferta insuficiente de capital-riesgo en la Unión Europea, apenas la quinta parte que en Estados Unidos. Incrementar la actividad de capital riesgo en Europa es, precisamente, el objetivo del plan de acción para el capital riesgo elaborado por la Comisión Europea. Asimismo, es indudable que la integración de los mercados financieros en Europa potenciará la actividad del capital riesgo. Las PYME que demuestren que tienen proyectos de inversión innovadores serán, sin duda, las más beneficiadas.

7. La regulación normativa de los organismos de inversión colectiva en los distintos estados miembros de la Unión Europea ha venido mostrando tradicionalmente sensibles diferencias, en especial en lo que se refiere a las obligaciones y a los controles que se imponen a dichas instituciones, lo que ha venido provocando perturbaciones en las condiciones de competencia entre éstas y no ha permitido garantizar de manera suficiente una protección equivalente de los partícipes.

Para evitar estas situaciones, se adoptó una directiva comunitaria, la Directiva 85/611, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM o UCITS, en su denominación inglesa). Las disposiciones normativas de esta directiva se recogieron e incorporaron a nuestro ordenamiento jurídico, a través de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, y su Reglamento, el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, hoy en vigor.

Posteriormente, la Comisión Europea presentó, en 1998, dos propuestas de directiva de modificación de la 85/611 sobre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). La primera de las propuestas aborda la gama de instrumentos financieros en los que puede invertir la IIC su propio activo, ampliando notablemente las posibilidades de inversión: se podrá invertir en depósitos bancarios, aunque con ciertas restricciones; en participaciones de otras IIC de carácter abierto, sean OICVM armonizados o no, y también podrá invertirse en activos del mercado monetario, ya sean cotizados o no.

Asimismo, se permite constituir OICVM que repliquen índices de mercados financieros. La segunda de las propuestas tienen por objeto armonizar las condiciones de acceso a la actividad y operativa de las sociedades gestoras de IIC y permitir, a cambio, a estas sociedades abrir sucursales en otros estados miembros y prestar servicios de manera transfronteriza, servicios que podrán ir más allá de la mera comercialización de los OICVM.

La adopción de estas dos directivas puede tener implicaciones importantes en el mercado de fondos de inversión y en los mercados de renta fija y variable en España y Europa, en la medida en que la inversión institucional es protagonista indiscutible en el desarrollo de estos mercados. En efecto, el proyecto comunitario de creación de un mercado único europeo de fondos de inversión establece una normativa común en materia de obligaciones y controles de las IIC que favorecerá, por un lado, que el mercado de fondos de inversión sea mucho más competitivo, en la medida en que se eliminarán las perturbaciones derivadas de la localización de las IIC en los países con legislaciones más laxas, y, por otro lado, que los partícipes gocen de un sistema de protección más eficaz y uniforme en todos los estados miembros.

Asimismo, la armonización de las normas en materia de inversión colectiva facilitará a estos organismos la comercialización en el territorio de otro

Estado miembro e influirá de manera importante en la actividad de las entidades gestoras y de los depositarios. Para las primeras, supondrá, por un lado, un cambio en el estilo de gestión que han estado desarrollando hasta el momento, tendiendo, probablemente, a una progresiva integración entre IIC y aumentando, en este caso, la dimensión media de los fondos europeos, que en estos momentos son demasiado pequeños respecto a los americanos. Asimismo, podrá producirse un progresivo acceso a nuevos mercados, debido a que se ampliarán considerablemente las posibilidades de inversión del activo y, por otro lado, se incrementarán las posibilidades de delegación de la gestión en terceros. Para los depositarios supondrá, en la práctica, la posibilidad de usar el recurso de los subcustodios con mayor frecuencia.

La posibilidad de que los fondos de inversión inviertan en participaciones de otras IIC de carácter abierto, sean OICVM armonizados o no, permitirá una mayor diversificación de las carteras y la posibilidad por parte de los inversores de acceder a los mejores productos de otras entidades de inversión colectiva.

Otra implicación importante puede venir por los menores costes de gestión derivados de que se aprovecharán las economías de escala, ya que un fondo podrá agrupar el patrimonio y la gestión de varios fondos subordinados, lo cual debería traducirse en menores comisiones para el partícipe. De este modo, previsiblemente, se evitarán las ineficiencias que supone para las grandes gestoras mantener diferentes carteras, con objetivos de inversión comunes, y facilitará la venta de la gestión por parte de las gestoras a otras entidades más pequeñas o con menores posibilidades de diversificación.

Por último, las IIC que repliquen índices de renta variable o de renta fija permitirán a los inversores participar en la evolución de cualquier mercado a bajo coste.

En general, este conjunto de modificaciones permitirá un mayor abanico de opciones de rentabilidad-riesgo para el ahorrador final.

PILAR VALIENTE CALVO

Presidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

1. Existen buenas razones para desear que el proceso de integración de los mercados de capitales en

Europa avance con rapidez. La integración de los mercados de capitales europeos es claramente beneficiosa para los inversores y los demandantes de fondos porque reduce o elimina las barreras de acceso a otros mercados nacionales y amplía, por tanto, sus posibilidades de elección. La integración estimula, asimismo, la competencia entre los proveedores de servicios que intervienen en las distintas fases del proceso de compraventa, generando una presión a la baja sobre los costes que soportan los usuarios y mayores incentivos para la innovación financiera. También tiene efectos beneficiosos sobre la economía europea en su conjunto, puesto que facilita la canalización de los recursos financieros hacia los sectores más productivos.

La introducción del euro ha sido muy positiva para la integración de los mercados europeos. Gracias a la eliminación del tipo de cambio, ha aumentado el grado de sustituibilidad de los distintos tipos de instrumentos financieros denominados en las monedas afectadas. Este efecto ha tenido diversa intensidad entre los activos financieros, pero las estrategias inversoras ahora tienen una perspectiva más europea que antes. A su vez, este cambio facilita que las empresas, sobre todo las de mayor tamaño, capten recursos a escala europea. El euro también ha propiciado nuevas oportunidades de negocio para los proveedores de servicios, incluidos los mercados organizados, cuyo aprovechamiento se realizará en un contexto más exigente desde el punto de vista de la competencia.

El progreso inducido por el euro se ha producido, en gran medida, gracias a un esfuerzo armonizador previo de la regulación a través de las directivas de la Unión Europea: pasaporte comunitario de las empresas de servicios inversión y de los bancos, reglas prudenciales, normas mínimas de transparencia de los mercados organizados, información al mercado de los emisores, etcétera. Este esfuerzo era imprescindible para eliminar barreras regulatorias, establecer reglas de juego neutrales para los proveedores de servicios financieros y garantizar niveles de transparencia, protección al inversor y seguridad adecuados.

A pesar de los avances logrados, el mercado europeo aún está fragmentado. Se pueden mencionar diversas razones, como la insuficiente armonización de la regulación, problemas de interpretación de las normas armonizadas, ausencia de mecanismos apropiados para dirimir diferencias en las operaciones transfronterizas, diferencias en las leyes mercantiles y societarias, tratamiento fiscal, diferencias culturales,