

dad de mercado...la razón para cuestionar el sistema fiscal vasco no sería técnica (económica) sino que estaría asociada a que el diseño político de la UE no contempla la posibilidad de que las regiones de un país tengan sistemas fiscales diferenciados" (pág. 215).

Los dos breves capítulos finales 7 y 8 están dedicados a efectuar algunas propuestas de futuro, de cara a la renovación del Concierto en el 2001, partiendo de un modo pactado de interpretar las normas de armonización, para reducir la litigiosidad y eliminar incertidumbres sobre la fiscalidad foral.

En resumen, el trabajo hace un repaso del sistema foral que va mucho más allá de la mera descripción y presenta una nueva perspectiva de análisis, que enmarca al sistema foral en el proceso de armonización fiscal de la UE, completando valiosas investigaciones anteriores del autor, en las que el sistema foral se estudiaba desde una perspectiva nacional, en relación con el régimen común (Zubiri y Vallejo, 1995)

Una consideración crítica de la obra debe hacerse desde dos puntos de vista diferentes.

Uno de ellos es el de la aceptación de la hipótesis de partida utilizada, es decir, si la perspectiva correcta del enfoque es la de los países o las regiones, para desarrollar el marco de relaciones del sistema de Concierto con la normativa de la UE.

Desde una perspectiva distinta, de cuestiones más de detalle, cabría apuntar lo siguiente:

1º) En cuanto a la estructura del trabajo, posiblemente el apartado 4.3, dedicado al repaso de la fiscalidad subcentral y las experiencias comparadas de financiación de varios países federales, podría ser llevado al capítulo 3, ampliando la perspectiva de análisis del modelo descentralizador español y situándolo en un marco teórico y comparado enriquecedor.

2º) En los antecedentes históricos del sistema de Concierto, parece poco adecuado remontarse a unos antecedentes que se sitúan en un período tan remoto como hace 800 años (págs. 19, 197, 223 y 225) en vez de situar sus antecedentes en los últimos 120 años, tal como se hace en importantes trabajos históricos sobre el tema (Alonso Olea, 1995).

Difícilmente el sistema de Concierto puede considerarse una peculiaridad fiscal, referido a momentos históricos en los que todo eran peculiaridades fiscales, por la fragmentación de los distintos reinos de la península. Por ello, parece excesiva la afirmación de que "El sistema foral que tienen Álava, Vizcaya y Guipúzcoa es la continuación de una tradición histórica de relaciones fiscales particulares entre estos territorios y el gobierno central que se remonta al siglo XIII" (pág. 19). Es dudoso que en dicha época existiera algo semejante al gobierno central y que pueda pensarse en una continuidad de este tipo(1).

3º) La propuesta, por otra parte interesante, de buscar criterios para evitar la ambigüedad en la interpretación de los criterios de armonización del Concierto y más en concreto, refiriéndose al criterio de "presión fis-

cal equivalente", de proponer que esta se mida para períodos de tres años y que se consideren aceptables las desviaciones que no excedan más de un 20% respecto a la existente en territorio común, bajo el criterio de que este es el porcentaje de diversidad fiscal que se permite a las CC.AA de régimen común (págs 126 y 231), probablemente debería reconsiderarse, porque lo que se permite a las CC.AA comunes, tras la concesión de cierta capacidad normativa desde 1997, no es variar la presión fiscal global (que es la referencia del Concierto) en un 20%, sino sólo la tarifa autonómica del IRPF que da lugar a la cuota íntegra autonómica.

Y no debe olvidarse, además, que la tarifa autonómica supondrá sólo el 30% del total(2).

Como conclusión, en el libro reseñado podrá encontrar el lector interesado en el sistema foral no sólo el trabajo más reciente sobre el tema, sino sobre todo una obra completa para conocer el estado actual del sistema foral, además de la aportación de una nueva perspectiva de estudio, que pone en relación al sistema foral con la armonización fiscal en la UE y las normas de preservación del mercado interior.

NOTAS

(1) Debe señalarse que en las páginas 23-24 el autor matiza esta apreciación.

(2) De momento supone el 15%, aunque al haberse completado las transferencias de educación, es previsible que en un futuro próximo se amplíe hasta el 30%, tal como está previsto.

REFERENCIAS

- Alonso Olea, E. (1995). *El concierto Económico (1878-19379). Orígenes y Formación de un Derecho Histórico*. Ed. IVAP, Oñati.
- Generalitat de Catalunya (1999). *El financament de la Generalitat de Catalunya 1992-1996. Una comparació entre les comunitats autònomes*. Ed Generalitat de Catalunya, Barcelona.
- Zubiri, I. (1997). "La revisión del Concierto Económico entre el Estado y la comunidad autónoma del País Vasco". *Cuadernos de Información Económica*, 124/125, pp. 179-188.
- Zubiri, I y Vallejo, M. (1995). *Un análisis Metodológico y Empírico del sistema de Cupo*. Ed. Fundación BBV, Bilbao.

Carlos Monasterio Escudero
Universidad de Oviedo

Guía para el mercado de valores en España. Mercados, valores y regulación; Francisco Luis de Vera Santana; Biblioteca Cívitas Economía y Empresa; Febrero 2000; 411 páginas.

La euforia bursátil desatada en los últimos tiempos permite prever la aparición de numerosos volúmenes dedicados a proporcionar ideas sobre cómo operar en

bolsa, abarcando desde lo que se denomina análisis fundamental, o de los métodos de valoración de empresas, hasta el análisis técnico, o de movimientos en los propios precios de las acciones. Otro tipo de libros, que se incluyen dentro de los que intentan explicar los mercados de valores, se enmarca dentro de los libros descriptivos de la estructura financiera española. Éstos suelen centrarse en las características de cada uno de los aspectos del entramado institucional. No es extraño que muchos de estos libros aporten referencias históricas que ayuden a comprender la situación actual.

Pero más allá que el mero interés coyuntural por los mercados, o de la curiosidad intelectual por cuál ha sido el desarrollo hasta llegar a la situación actual, el panorama reciente de los mercados está planteando un cambio fundamental en la forma de entender y de definir qué son los mercados, y en definitiva cuál debe ser la regulación de los mismos.

La expresión "mercados de valores" provoca, en una primera aproximación, la identificación con la bolsa en general, o con un conjunto de mercados de valores que abarcan a los valores de renta fija y de renta variable. El aspecto primordial parece considerarse la negociación de los valores y la fijación del precio y, por tanto, la atención se suele concentrar en los mercados centralizados o al menos organizados. Resulta menos habitual que los trabajos sobre los mercados de valores realicen un análisis detallado de los mercados primarios, o de los procesos requeridos para que las empresas puedan tomar financiación del público. Sin embargo, la realidad que se va imponiendo cada vez con mayor fuerza es la disminución de la importancia de la ubicación de la contratación. Los mercados centralizados se ven amenazados por la competencia de otras vías de contratación, apoyadas en mecanismos tecnológicos de dirección y cruce de órdenes o en mecanismos de difusión de la información. Todo este proceso de aparente "fragmentación" de los mercados no es tal si consideramos que lo que da carta de naturaleza a un mercado es la formación de un precio único. Las tecnologías están permitiendo que este precio pueda formarse por la confluencia de órdenes de compra-venta realizadas por numerosos agentes, localizados en cualquier lugar. Estas tendencias están quitando importancia a la diferenciación de los mercados de valores centralizados. La discusión sobre las ventajas de los mercados dirigidos por órdenes o dirigidos por precios está cayendo en desuso. Las principales bolsas de los países desarrollados están confluyendo en un mercado-tipo, dirigido por precios y con negociación electrónica.

La competencia con nuevos canales de negociación es patente en Estados Unidos, con los llamados "mecanismos alternativos de negociación" y con las "redes de negociación electrónica"; en Europa, la competencia es importante entre las bolsas nacionales, que están abriendo la posibilidad de participación a intermediarios de otros países con carácter de miembros remotos, y también están apuntando ("listando") empresas que ya cotizan en otros mercados nacionales. También los propios bancos (u otros intermediarios) compiten con las bolsas, en la medida en que sus cursuales constituyen vías para la transmisión de órdenes de compra-venta o inversión de valores.

Esta realidad confirma la atención creciente que va a darse a los mercados primarios. A las empresas que salen al mercado en busca de financiación les interesa contar con procedimientos de colocación que les proporcionen una base amplia de inversores y que su nombre adquiera reputación también en un entorno geográfico amplio. Así se explican los esfuerzos de las empresas que han emitido valores (sean de renta variable o de renta fija) en Europa a lo largo del último año por buscar la colocación simultánea de los mismos en varios países, de forma que su nombre y cotización pueda llegar a alcanzar el carácter de referencia para los precios de otras empresas de su mismo sector.

Un segundo aspecto que está registrando un cambio en los mercados de valores se refiere a su regulación. También este cambio responde a la transformación que está registrando el entorno financiero. Las instituciones financieras están realizando actividades que ya no responden a la clara clasificación tradicional entre negocios o productos bancarios, de seguros o de valores. Esta tendencia es resultado del desarrollo de técnicas de computación que permiten "separar" los productos entre componentes de rentabilidad y riesgo y, por tanto, construir productos combinando ambas características de forma *ad-hoc*. También en esta confluencia de actividades tiene que ver el desarrollo de los fondos de inversión que, en los mercados americanos, han mostrado estrategias de inversión, a veces agresivas, en productos cotizados y no cotizados, llegando a ser inversores institucionales con voz en el gobierno de las empresas. Y en parte, este resultado también es fruto de procesos de desregulación que ha eliminado, por ejemplo, en Estados Unidos, la distinción entre banca comercial e industrial.

La cuestión es que si las actividades financieras tienden a ser transfronterizas desde el punto de vista del sector al que pertenecen y de la jurisdicción en la que nacen, la regulación tiene que replantearse. Y el primer paso para ello es comprenderla: conocer claramente cuáles son los objetivos que pretende, y cómo se articulan los mecanismos normativos y de supervisión para conseguirlos. La regulación siempre tiene un carácter incremental. Las normas van respondiendo a la cobertura de aspectos que van poniéndose de manifiesto según se conoce cómo se desarrollan ciertas actividades o aparecen ciertos problemas. Esto puede provocar que se pierda la perspectiva del fin perseguido. En numerosas ocasiones, cuando se plantean los requisitos normativos que conlleva una actividad, el tratamiento es enumerativo de las normas y descriptivo de su contenido. De esta forma, cualquier libro o artículo que hable de regulación es asimilado con un tratamiento puramente jurídico. Sin embargo, la regulación tiene objetivos sociales y económicos, y se puede y debe valorar en términos de eficiencia: si son eficaces las normas para conseguir los fines y si su coste es asumible.

Por otro lado, la realidad cada vez más compleja del negocio financiero ha llevado a algunos participantes a pedir que la regulación se reduzca, ya que es ineficaz y supone trabas a las entidades, trabas que, por otro lado, no proporcionan un marco de juego neutral en la medida en que las normas no son iguales en todos los países. Es posible que la naturaleza incremen-

tal de las normativas haya desembocado en una complejidad excesiva y además incluso estéril si las entidades tienen incentivos para sortear las regulaciones. También parece evidente que la internacionalización de las actividades financieras requiere armonización de normas y cooperación entre las autoridades supervisoras. Lo que no es tan evidente es que la regulación tenga que reducirse o desaparecer. De hecho, la liberalización de las empresas financieras puede provocar fenómenos indeseables (social y económicamente), como es la concentración de la actividad en conglomerados financieros. La apertura de mecanismos de competencia puede favorecer a intermediarios que consolidan una posición dominante donde hay barreras a la entrada en forma de capital, tecnología, redes de distribución o incluso reputación asociada al nombre comercial. La liberalización de sectores debe ir acompañada de una regulación apropiada para la defensa de objetivos como son la defensa de la competencia, la estabilidad financiera y la protección de los consumidores.

El futuro próximo, del que ya tenemos algunos anticipos, vendrá caracterizado por la re-estructuración de los centros de negociación de valores, bolsas y mercados de deuda pública. El carácter mutualista de las bolsas, su asociación con los intereses del país (que las ha proporcionado un carácter más institucional que empresarial) y la representatividad también de los índices de la principal bolsa de cada país con el estado de la economía, permite anticipar que cualquier movimiento bursátil provocará el interés de inversores y estudiosos. Sin embargo, una vez que sea posible la negociación de un valor a través de distintas vías y que los mercados ya no sean alemanes, franceses o españoles, sino sociedades anónimas, su importancia se reducirá. No obstante, el énfasis se concentrará en los propios valores, la estabilidad de los intermediarios y las garantías a los inversores.

Precisamente, uno de los aspectos más destacados en el libro que se reseña es el análisis de los mercados primarios españoles y de la regulación de los valores. Como se ha señalado, los mercados primarios suelen estar olvidados en la mayor parte de las obras sobre mercados de valores, que se suelen centrar en los mercados secundarios o de negociación. En este caso, se dedica a este tema más de 40 páginas. Comienza el análisis de los mercados primarios comentándose el proceso que transcurre desde la decisión de emitir hasta la decisión de hacer una oferta de valores al público. El autor se centra a continuación en la regulación de la oferta de valores, haciendo especial énfasis en el contenido del folleto de emisión. El desarrollo del proceso de la oferta en sí mismo, con la fijación del precio de salida al mercado y adjudicación a los demandantes, y con la explicación del papel de los distintos agentes intervinientes completa el capítulo.

También se dedica atención destacada a la supervisión y regulación de los mercados. En primer lugar, dentro de cada capítulo se comenta siempre la regulación española, pero además el libro termina con un capítulo dedicado específicamente al tema. Ya se ha comentado que los objetivos de la regulación muchas veces no se tienen en cuenta a la hora de analizar las normas que atañen a los mercados. Sin embargo, si no

se considerara que es imprescindible dotar a los mercados de mecanismos de protección de los inversores para que éstos confíen en ellos, o de mecanismos que los hagan seguros y solventes, de forma que se conjure el peligro de un riesgo sistémico, las normas podrían ser discutibles. Partiendo de la aceptación de esos objetivos, en el capítulo dedicado a la regulación y supervisión de los mercados de valores se analizan los principios que sustentan la regulación de los principales participantes (emisores e intermediarios) así como la de los mercados en sí mismos. Un punto al que se dedica un apartado es la cooperación entre reguladores, tanto dentro de cada país como con otros países, tema cuya importancia irá incrementándose en el futuro.

El libro "Guía para el mercado de valores en España. Mercados, valores y regulación" es difícil de clasificar de acuerdo con los criterios mencionados en el primer párrafo. El título podría inducir a pensar que se recoge consejos para operar en los mercados de valores españoles. Su carácter práctico, sin embargo, se refiere a la comprensión de los distintos aspectos de los mercados y especialmente a su regulación.

El principal responsable del carácter del libro es el autor. Francisco de Vera es economista y su carrera profesional se ha desarrollado tanto en la Administración Pública (perteneciendo al cuerpo de técnicos de la Administración Civil del Estado) como en la empresa. Además, ha sido profesor de política económica en la Universidad Complutense de Madrid y en la Escuela de Organización Industrial. Sin embargo, es su último destino profesional el que le dota de un carácter excepcional como autor del presente libro. Desde 1992 hasta 1998 Francisco de Vera ha sido consejero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), organismo responsable de la regulación y supervisión de los mercados de valores en España. Hay que señalar que el grueso de la normativa que regula los mercados de valores se ha desarrollado en ese período, e incluso la actual Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores, que fue finalmente aprobada en 1999, comenzó a discutirse en 1995 y su primer borrador data de 1996. Este período de los años 90 ha sido también testigo del desarrollo de los mercados de valores y de las instituciones que operan en ellos. La primera Ley del Mercado de Valores se había publicado en 1988 y es a partir de 1990 cuando la normativa comienza a plasmarse en una nueva operativa y, de resultas, configura la estructura de los mercados de valores que continúa en la actualidad. Sirva todo ello para resaltar el protagonismo que ha jugado el autor en el diseño del marco regulatorio y la posición privilegiada de observador de primera línea de la evolución de los mercados de valores.

Pudiera sospecharse que este libro tiene un carácter jurista o reglamentario, dado que el autor ha formado parte del órgano regulador y que se ha enfatizado que el desarrollo de los mercados españoles se ha producido al amparo del marco que nació con la LMV de 1988. Nada más lejos de la realidad. Se debe desatacar que es un libro claro, sencillo, práctico y ameno. Su contenido es completo y un examen del índice señala que estamos ante un libro que puede calificarse como manual de texto. Sin embargo, resulta singular en una obra de estas características su amenidad, que no es sino el resultado precisamente de que el autor ha vivi-

do cada uno de los temas que se incluyen en el libro. Los fundamentos teóricos, la lógica de la regulación y el funcionamiento de los mercados son explicados con rigor, pero sin erudición innecesaria, y con claridad y sencillez, pero sin simplificaciones empobrecedoras.

El libro está dividido en once capítulos que tratan los principales temas en que se puede diseccionar el análisis de los mercados de valores. Tras el primer capítulo introductorio, vienen los capítulos dedicados a los instrumentos financieros (II), intermediarios (III), mercados primarios (IV), mercados secundarios: la bolsa (V), mercados de renta fija (VI) y mercados de productos derivados (VII). Tras estos capítulos, los siguientes son menos frecuentes en los libros de texto sobre los mercados de valores. El capítulo VII trata sobre las OPA, el IX sobre el gobierno societario, el X sobre titulización de activos, y el último (XI) sobre supervisión y regulación de los mercados.

Cada uno de los capítulos se inicia con una referencia a la problemática teórica que subyace en el tema, apuntando en muchas ocasiones a lo que ocurre en otros países occidentales. Después se pasa a describir las características de la situación española, –mercados, intermediarios o valores–, en la que se incluye como punto relevante siempre, su regulación actual. Recordemos que el autor explica y justifica las razones que se encuentran en el tratamiento normativo que los mercados de valores tienen en el caso español. Resulta también muy interesante que los capítulos suelen tener una referencia a la situación europea y a su normativa.

Es habitual que los capítulos contengan algunos epígrafes que el lector habituado a otros manuales o libros sobre los mercados de valores no suele encontrar. Así, por ejemplo, en el capítulo sobre la bolsa se analizan los requisitos de remisión de información a los que están obligadas las empresas cotizadas así como las prácticas abusivas que pueden deteriorar estos mercados, como es el caso de la información privilegiada. El capítulo sobre los instrumentos financieros incluye apartados sobre la valoración de las empresas. Cuando se habla de los intermediarios, además de considerar los requisitos de solvencia, se consideran las normas de conducta que tienen que cumplir y sus relaciones con la clientela. En el caso de los mercados de productos derivados se explica, entre otros temas organizativos u operativos, el proceso de formación del precio de las opciones y el tipo de operaciones que cabe realizarse con futuros.

Éstos son ejemplos de aspectos novedosos en algunos de los capítulos. Sin embargo, se pueden destacar como especialmente interesantes y completos los capítulos dedicados a las OPA, gobierno societario y titulización de activos, a parte de los ya señalados de mercados primarios y regulación.

El capítulo referido a las OPA comienza pasando revista al supuesto efecto positivo de la existencia de un mercado de control societario sobre la eficiencia económica; también se habla de las medidas anti-OPA

que pueden existir. La explicación de los objetivos que teóricamente tiene la regulación de las OPA da paso al análisis de la normativa española y al proyecto de Directiva europea al respecto.

Se encuentra en plena actualidad el capítulo dedicado al gobierno societario. Tras analizar los mecanismos de control interno y externo de las sociedades, se estudian las relaciones que pueden darse entre la estructura de la propiedad y el gobierno de la sociedad. Se termina con la situación del gobierno societario en diversos países, haciendo especial hincapié en la situación española.

La titulización de activos es relativamente reciente en España, aunque la titulización hipotecaria cuenta con un pasado superior a la de otro tipo de activos. El capítulo dedicado a la misma comienza repasando sus ventajas y los factores que la favorecen. Se estudia el proceso de titulización, así como su regulación, pero también se dedican dos epígrafes a explicar la práctica tanto de la titulización hipotecaria como la de otros activos.

Puede que se considere que faltan temas en el libro. Por ejemplo, no se abarca el análisis de los fondos de inversión, inversor institucional cuyo crecimiento ha sido el catalizador de importantes cambios en otros mercados e incluso en el gobierno de las sociedades, y que en España ha estimulado el interés de los particulares por la inversión en renta variable. Otro aspecto que podría haberse tratado con más profundidad es la compensación y liquidación, que muchas veces se considera como una fase posterior a la negociación, clasificándola casi como un proceso administrativo (o de *back-office*). Nada más lejos de la realidad: su conexión con los sistemas de pagos demanda una atención de su estructura y funcionamiento, y los mecanismos de limitación del riesgo sistémico potencial. Además, en un futuro entorno como el descrito al principio, la menor importancia de los centros de contratación quedará sustituida por una mayor importancia de los centros de compensación y liquidación y de registro de valores. No es que en este libro no se trate este tema, pero quizá con menor extensión de la que podría haber requerido. También, desde la perspectiva de un análisis teórico, se puede echar en falta mayores referencias a estudios que hayan profundizado en los temas que se incluyen.

No obstante, parece casi inevitable que en un libro de mercados financieros siempre existe algún aspecto que se deja fuera y también que algunos puntos nos parezcan mejor o peor tratados. En este caso, parece que las simplificaciones o las limitaciones de temas se han hecho por mor de dar un tratamiento de conjunto a los mercados de valores, y de combinar la visión teórica con la práctica y con la regulación.

Nieves García Santos