PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

76

El Fondo de Garantía de Inversiones

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

76

2002

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

PATRONATO

JUAN RAMÓN QUINTÁS SEOANE
(Presidente)
JOSÉ ANTONIO DE BONILLA Y MORENO
(Secretario)
JOSÉ M.ª BUENO LIDÓN
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO
ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ
JESÚS MEDINA OCAÑA
RICARD PAGÉS FONT
ATILANO SOTO RÁBANOS
ADOLF TODÓ ROVIRA

Presidente de honor
ENRIQUE FUENTES QUINTANA

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Director
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

Coordinadores
JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

Redactor-Jefe
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

Coordinación gráfica
PILAR LÓPEZ ISARRIA

Portada
Bravo-Lofish

Edita
Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas
para la Investigación Económica y Social
Padre Damián, 48; 28036-Madrid

Imprime
Raíz Técnicas Gráficas, S.L.
Calle Gamonal, 19; Polígono Industrial de Vallecas
28031-Madrid

Depósito legal: M. 7.461.-1993
ISSN: 1132-9564

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, offset o mimeografo, sin la previa autorización escrita del editor.

SUMARIO

- INTRODUCCIÓN. ..... *V*
- LA RAZÓN ECONÓMICA DE LOS FONDOS DE GARANTÍA DE INVERSIONES. *M.ª Nieves García Santos* *1*
- RÉGIMEN JURÍDICO DEL FONDO DE GARANTÍA DE INVERSIONES. *Agustín Madrid Parra* *17*
- ASPECTOS OPERATIVOS DEL FONDO GENERAL DE GARANTÍA DE INVERSIONES. *Cristóbal de Barrionuevo Urgel* *51*

LEGISLACIÓN

- DIRECTIVA 97/9/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO DE 3 DE MARZO DE 1997 RELATIVA A LOS SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE LOS INVERSORES *93*
- LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES. REFORMADA POR LEY 37/1988, DE 16 DE NOVIEMBRE; LEY 44/2002, DE 22 DE NOVIEMBRE; LEY 53/2002, DE 30 DE DICIEMBRE *101*
- REAL DECRETO 948/2001, DE 3 DE AGOSTO, SOBRE SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE LOS INVERSORES. (REFORMADO POR LEY 53/2002, DE 30 DE DICIEMBRE) *103*

Introducción

Las primeras normas que preveían la implantación de sistemas de indemnización relativas a las operaciones de las empresas de inversión se remontan a 1993 (Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993), pero hubo de esperarse hasta 1997 para que se aprobara la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

Por su parte, el ordenamiento español acogió la institución en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores. Posteriormente, las leyes 44/2002, de 22 de noviembre, y 53/2002, de 30 de diciembre, han introducido nuevas e importantes modificaciones.

Parecía, pues, que era necesario brindar una información actualizada respecto de la justificación y del funcionamiento del Fondo de Garantía de Inversiones.

Para ello, se ha recabado la colaboración de tres expertos, que han enfocado el análisis del Fondo desde tres perspectivas distintas.

María Nieves García Santos nos explica el fundamento económico de los fondos de garantía de inversiones, cuya última justificación es proteger a los inversores, y muy especialmente a los más pequeños, del riesgo que corren como consecuencia de errores en la ejecución de las órdenes que dan a las empresas de servicios de inversión o de aquellas prácticas que, por su irregularidad, pueden contaminar a los inversores de los riesgos que asuma la entidad de servicios. En su trabajo, la autora describe los problemas fundamentales que se han de resolver para el diseño correcto de un sistema protector que soslaye las críticas negativas que puedan hacerse por sus posibles efectos negativos sobre el comportamiento de entidades e inversores.

Los aspectos jurídicos del Fondo de Garantía constituyen el objeto del trabajo de **Agustín Madrid Parra**. A través del análisis de la legislación reguladora —la ley del mercado de valores, con las reformas aludidas, y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto—, detalla el régimen jurídico español, refiriéndose a las entidades adheridas, el régimen económico, las actividades y situaciones protegidas, los beneficiarios de la garantía, el cálculo de la indemnización y los demás aspectos que permiten formarse una idea clara del sentido general de estos fondos.

Por último, **Cristóbal de Barrionuevo Urgel** se ocupa de los aspectos operativos del Fondo, de su funcionamiento en la realidad, lo que permite conocer, en toda su complejidad, el significado del Fondo en el sistema financiero español. En su amplio y detallado artículo, el autor brinda una información muy precisa de los problemas que han debido resolverse para la puesta en marcha de la institución y apunta posibles vías de su futuro desarrollo.

En cuanto a la legislación que completa este número, se ha optado por incluir la Directiva comunitaria de 3 de marzo de 1997, la Ley del Mercado de Valores, en la parte que afecta al Fondo, debidamente actualizada, y el Real Decreto 948/2001, reformado por la Ley 53/2002, de 30 de diciembre. No ha parecido oportuno descender a normas de rango inferior por cuanto es de esperar que, en plazo no muy dilatado, tengan que ser revisadas a la luz de la normativa enumerada.

Es de justicia hacer constar expresamente el agradecimiento de *Perspectivas del Sistema Financiero* a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y muy en especial en la persona de María Nieves García Santos, por su gentil colaboración en el diseño y elaboración de este número.

La razón económica de los fondos de garantía de inversiones

M.ª Nieves García Santos (*)

I. INTRODUCCIÓN

La existencia de fondos de garantía se remonta a principios del siglo XIX en Estados Unidos. Su origen se encuentra en el acuerdo de varias entidades bancarias para proporcionarse una cobertura colectiva en caso de experimentar problemas alguna de las entidades participantes. Esta acción de rescate tenía una justificación primera de ayuda corporativa, pero también una razón más profunda: evitar que las demás entidades se vieran contagiadas por el fallido de una entidad.

Esta finalidad forma parte de la regulación financiera. Uno de sus objetivos principales consiste en preservar la estabilidad del sistema financiero. Pero, además, la regulación financiera persigue asegurar la integridad de los mercados financieros, evitando que se produzcan comportamientos que distorsionen la formación de los precios; vigilar que las entidades realizan una canalización eficiente del ahorro hacia la inversión con una cobertura adecuada de los riesgos inherentes al negocio financiero, y garantizar un nivel adecuado de protección del inversor, que afiance su confianza en el sistema financiero.

Los fondos de garantía de depósitos contribuyen a la estabilidad del sistema financiero, porque al garantizar una cobertura de los depósitos, en caso de crisis de una entidad, se generará menos nerviosismo en los inversores para retirar depósitos de otras entidades. Los fondos de garantía de depósitos constituyen, por tanto, una red de seguridad del sistema financiero y de la economía. En primer lugar, una retirada masiva de depósitos, cuya característica precisamente es la liquidez, obligaría a la entidad a la venta con pérdidas de sus activos, que son ilíquidos y a largo plazo. Esto agravaría la situación de solvencia de la propia entidad, aumentando su riesgo de quiebra. Además, si se produjera una retirada masiva de los depósitos, se provocaría una reducción del multiplicador monetario, con una reducción en la oferta monetaria. La consecuente elevación de los tipos de interés y la reducción del nivel del crédito afectarían negativamente al consumo y a la inversión y, por tanto, al nivel de actividad económica.

Los fondos de garantía de inversiones contribuyen a aumentar la protección del inversor. Estos fondos enraizarían con la idea mencionada de que unas entidades acuerdan cubrir de forma corporativa las posiciones de sus clientes cuando una entidad participante tiene problemas para hacerlo. Sin embargo, el origen de estos fondos es más reciente, en línea con el desarrollo de las casas de valores y con los problemas planteados por su desaparición. En Estados Unidos, el fondo de garantía de inversiones surge a partir de la promulgación de la Ley de Protección del Inversor (1) en 1970. Los demás países que cuentan con esta figura la han desarrollado en fechas más recientes, la mayoría en los años noventa.

A primera vista, parece obvio que la existencia de los fondos de garantía de inversiones tiene una menor justificación que la de los de garantía de depósitos. Los fondos de garantía de inversiones cubren las inversiones en valores (2) o las posiciones de efectivo que los clientes hubieran entregado a entidades de valores con el fin de invertirlas en éstos. En el caso de quiebra de una entidad de valores, estarían identificados aquellos en los que se concretan las posiciones de los inversores. Podrían estar sin identificar las posiciones de efectivo, pero estos saldos son de naturaleza transitoria, y por lo tanto cabe esperar que su magnitud sea reducida.

A la hora de explicar cuál es la razón económica que subyace tras los fondos de garantía de inversiones hay que plantearse dos preguntas: ¿qué riesgos son los que harían entrar en funcionamiento a estos fondos? ¿por qué el inversor debe contar con esta medida de protección?

Respecto a la primera pregunta, la respuesta más inmediata es que si las entidades de valores tienen un riesgo de crédito, éste no debe afectar a los inversores, puesto que éstos tienen identificadas sus posiciones de valores y no están expuestos al riesgo de la entidad. El riesgo que puede afectar a los inversores es un riesgo operativo: errores en la ejecución de las órdenes de clientes o prácticas operativas irregulares que contaminen a los inversores del riesgo de la entidad. Normalmente, existen regulaciones en los mercados de valores y en los sistemas de liquidación que, además de cubrir el riesgo de mercado, están dirigidas a impedir que errores operativos de una entidad se contagien a otras. También las entidades de valores suelen estar sometidas a reglas cuyo propósito es eliminar el riesgo operativo. Quedaría el riesgo de fraude, pero es discutible que se deba cubrir éste, especialmente cuando las entidades de valores no suelen entrar en la casuística de que su tamaño hace muy onerosa su quiebra para el conjunto del sistema financiero (3).

Y aquí es cuando pasamos a abordar la segunda pregunta. Los fondos de garantía de inversiones encuentran toda su lógica en la protección del pequeño inversor, que ni dispone de información completa sobre las distintas entidades a las que puede confiar su ahorro ni, de disponer de ella, sabría analizarla. Por lo tanto, la posibilidad de que, a pesar de las normas de solvencia y de conducta que deben cumplir las entidades de valores, una de éstas llega a quebrar, ha llevado a los reguladores de muchos países a considerar conveniente que el inversor cuente con la protección adicional de una cobertura de sus inversiones. Se trata, en definitiva, de salvaguardar la confianza de los inversores, que es la base del funcionamiento de los mercados financieros.

En este artículo vamos a analizar los elementos que proporcionan la razón económica de la existencia de fondos de garantía de inversiones, de forma distintiva a la que subyace en los fondos de garantía de depósitos. En el apartado II, consideramos el riesgo de empresa como sustantivo de los fondos de inversiones, frente al riesgo sistémico. En el III, analizamos los tipos de inversores según sus limitaciones de información. El IV se dedica al conflicto principal-agencia, por cuanto contribuye a explicar las operativas que pueden afectar negativamente a los inversores. En el V se explica por qué la protección del inversor ha pasado a ser un objetivo generalizado en la regulación financiera. El apartado VI analiza las fórmulas de protección posibles, de sistema y de inversores. El VII se dedica a la explicación de las consecuencias negativas de éstas fórmulas de protección. Los elementos del diseño de los sistemas de garantía son importantes a la hora de definir sus efectos, y a ello se dedica el apartado VIII. En el último apartado (IX), se recogen las conclusiones.

II. RIESGO DE EMPRESA Y RIESGO DE SISTEMA

Los sistemas de garantía pretenden paliar los efectos de la quiebra o de la insolvencia de una entidad. Estos efectos se producen sobre tres ámbitos: la propia entidad, los acreedores de ésta y el resto de entidades que están relacionadas con la entidad fallida o que pertenecen a la misma industria. Estos efectos derivan de la materialización de distintos riesgos. El fallido de la entidad se produce cuando no es capaz de gestionar de forma eficaz los riesgos de su negocio; en el ámbito financiero, éstos se pueden enunciar como riesgo de crédito de los prestatarios, de mercado, de país, de iliquidez, operativo, etc. El acreedor se ve afectado porque, a su vez, tampoco ha sido capaz de analizar los riesgos de la entidad a la que ha prestado financiación. Por último, si otras entidades resultan contagiadas y se ven afectadas negativamente, nos encontramos ante un riesgo sistémico o crisis sistémica.

Las entidades crediticias son más vulnerables a los riesgos crediticios y a los sistémicos, puesto que financian activos ilíquidos con pasivos muy líquidos. Su papel como intermediarios financieros supone una transformación del riesgo. En la financiación a empresas, las entidades financieras toman un riesgo que no siempre es observable, debido a comportamientos estratégicos de las empresas y, por tanto, puede ser mal evaluado y mal cubierto. Por el lado del pasivo, las entidades financieras se enfrentan a la posibilidad de que se produzca una demanda inesperada de reembolso de fondos, para la que el encaje bancario no es suficiente.

Se ha sostenido a veces que no deben existir sistemas de garantía (4) que intervengan a nivel microeconómico, a nivel de empresa, que se debe dejar que las empresas se enfrenten a la disciplina de mercado, de forma que soporten los riesgos que han tomado. Sin embargo, esta alternativa no considera las implicaciones de la quiebra de una empresa sobre las demás, tengan éstas algún vínculo con la entidad fallida o no.

La inestabilidad de una entidad crediticia puede ser contagiosa, ya que, ante problemas en una entidad, se puede generar una crisis de confianza en las demás. Así, se pueden ver afectadas otras entidades sin problemas ni de solvencia ni de liquidez. Por otra parte, la transformación de la liquidez que hacen las entidades crediticias es, a su vez, una fuente de riesgo sistémico en el sentido de que si se interrumpe esa función de transformación pueden producirse consecuencias paralizantes sobre el sistema económico. La quiebra de una empresa puede tener costes sociales elevados, lo cual justifica la existencia de mecanismos de cobertura (5).

El riesgo sistémico puede generarse por diversos mecanismos. En el mercado interbancario, puede surgir

si se produce un fallo de coordinación que impida el funcionamiento de las líneas de crédito interbancario, de forma que una entidad pueda experimentar una falta de liquidez que le impida responder a sus obligaciones, aunque sea solvente. Cuando éste es el caso, la estabilidad del sistema se ve amenazada a través de diversos circuitos. Por un lado, se produce un encadenamiento de los problemas a través del mercado interbancario y del sistema de pagos. Por otro lado, el contagio toma la forma de crisis de confianza. También pueden producirse crisis de confianza por otras causas, de naturaleza muy diversa, que pueden ir desde el anuncio de problemas de solvencia en una entidad concreta, que genera desconfianza en los depositantes de otras entidades, hasta, por ejemplo, la introducción de controles de cambios o de mecanismos que limiten la disponibilidad de los depósitos. Una crisis transmitida a través de los sistemas de pagos, aunque su origen último se establezca en la incapacidad de una entidad para hacer frente a sus obligaciones de pagos en tiempo y forma, puede verse magnificada por los mecanismos técnicos y por las reglas que regulen el sistema, en particular, las concernientes a los criterios de finalidad (6).

Los mercados de valores pueden ser transmisores de contagio sistémico por varias causas: 1) si la entidad afectada cotiza, o 2) si alguna entidad afectada se ve obligada a reducir sus posiciones de valores para solventar problemas de liquidez, o 3) si la reducción del valor de los activos financieros obliga a hacer contribuciones en los sistemas de cobertura de márgenes o de fianzas y a deshacer posiciones en otros mercados. Todos estos casos son susceptibles de agravar la situación inicial, y agudizar la contracción de la liquidez, si se genera un movimiento bajista en los precios de los activos que se autoalimente.

En el caso de las empresas de servicios financieros —ESI (7)—, es más difícil justificar la existencia de estas redes. No es que no jueguen un papel importante en la financiación de la economía, ya que los mercados de capitales son cada vez más importantes. Tampoco se puede decir que estas entidades no puedan resultar contaminadas por un riesgo sistémico, ya que se han visto ejemplos en los que el contagio de problemas entre entidades se ha transmitido por los mercados organizados y sistemas de pagos. La característica diferencial es que estas entidades no hacen una transformación financiera ni, por tanto, del riesgo. En las ESI, hay una correspondencia plena entre el riesgo del prestatario, imbuido en el activo financiero que emite, y el que toma el prestamista, que compra ese valor. En el caso de un fallido en una ESI, sus clientes, los inversores, contarán con sus activos. En el caso de problemas en el emisor del valor por insolvencia o por iliquidez, el activo financiero seguirá existiendo y siendo propiedad del inversor, aunque su valor se haya reducido o anulado.

No obstante, se pueden hacer algunas matizaciones a la falta de riesgo de la labor mediadora de las ESI. Desde principios de los años noventa, se está asistiendo a una quiebra de las barreras institucionales entre los distintos tipos de negocio financiero: banca, entidades de valores y de seguros. Como consecuencia, las entidades de valores entran en negocios que les proporcionan un papel en la transformación del riesgo. Precisamente, estas nuevas actividades contribuyen a explicar el cambio de nombre desde entidades de valores a empresas de servicios de inversión (ESI). Por un lado, no es extraño que en algunas jurisdicciones las ESI tengan amplio margen para conceder crédito a empresas. Así hay entidades de valores que, en su colaboración con el diseño de productos de financiación, dotan a éstos de garantías. También pueden comercializar productos estructurados, bonos exóticos, fondos apalancados, etcétera, cuya colocación entre los inversores se logra gracias a que éstos perciben que en la oferta realizada por la ESI existe una garantía por parte de ésta. Percepción errónea, pero que la ESI puede no tener interés en aclarar (ver apartado IV, sobre el conflicto principal-agencia).

En el nuevo enfoque de la autoridad reguladora británica, la FSA (8), se clasifican las entidades según dos parámetros: el riesgo de fallido y el alcance de afectados por éste. Esta caracterización tiene la ventaja de tener en cuenta los rasgos diferenciales de los distintos tipos de entidades, sin necesidad de apelar a su función económica o financiera (9). Estas características también plantean cuestiones a considerar a la hora de analizar las alternativas de financiación de un sistema de garantía.

La probabilidad de que una entidad quiebre puede clasificarse entre «alto riesgo y bajo riesgo». Las empresas con mayor nivel de capital (10) tienen, obviamente, mayor capacidad de poder cubrir las demandas de sus clientes y, por tanto, menos riesgo de quiebra. También las entidades con obligación de cumplimiento de unas reglas de conducta, supervisadas por un organismo público, tienen menos riesgo de fallo.

Un segundo elemento de caracterización se refiere al impacto de un fallido, si este llega a producirse; es decir, a la extensión de peticiones de cobertura que provoca el fallido de una entidad. El efecto no es el mismo si la quiebra de la entidad afecta a 100 personas o si lo hace a 200.000.

Constituyen entidades de alto impacto, pero de poco riesgo, las entidades crediticias. Un fallo en este tipo de entidades implica costes elevados, aunque la probabilidad de su suceso sea reducida. Constituyen ejemplos de casos de impacto reducido, pero de riesgo elevado, la quiebra de una entidad que comercializa productos o la de un representante.

Las empresas con *riesgo bajo/impacto alto* son entidades crediticias que tienen una relación con los clientes (acreedores/deudores) que les permite acceder a un importe elevado de fondos propios (11). El riesgo, por tanto, nace de esa indefinición del flujo de fondos, derivada de la labor intermediadora de la entidad. Las empresas que son de *alto riesgo/bajo impacto,* tienen relaciones tipo agente/principal con sus clientes, implicando que los fondos de los clientes se mantienen separados de los activos de la empresa (12). El riesgo es que no se realice esta separación en saldos transitorios, o que la entidad pueda comportarse a la vez como agente y principal, lo cual puede distorsionar la operativa (ver apartado IV).

El riesgo de fraude se materializa cuando un agente económico se aprovecha de rentas de otros, a los que les falta información para apercibirse de ello. La abolición de barreras entre negocios financieros, el diseño de productos financieros complejos y la aparición de empresas financieras extranjeras ofreciendo servicios diversos constituyen un marco que facilita la generación de conductas fraudulentas. En este marco se multiplican los conflictos de intereses, la información es frecuentemente asimétrica y se generan fácilmente problemas de conflicto moral y de selección adversa (13). En este marco, la capacidad de los inversores para percibir el riesgo que aceptan en sus inversiones se ve reducida, y también se ve afectada la capacidad de los reguladores para realizar la supervisión.

III. ASIMETRÍA INFORMATIVA

Los mercados financieros se caracterizan por su asimetría informativa. Los agentes que proporcionan financiación no tienen información completa de los agentes que la solicitan. Para poder estar informados, se necesita tanto poseer esa información como disponer de capacidad de análisis. Sin embargo, la información es costosa. Incluso cuando se proporciona gratis o su acceso es libre, no todos tienen capacidad de analizarla (o están dispuestos a hacerlo).

La información sobre todas las características del prestatario, que componen el riesgo de la inversión, y sobre los intermediarios financieros es necesaria para poder tomar decisiones de inversión fundadas y conscientes.

Si los inversores tuvieran una información completa (14) sobre los riesgos y sobre la rentabilidad de los valores, no harían falta regulaciones. Un segmento de los inversores optaría por inversiones que conllevaran dosis elevadas de riesgo, por las que obtendrían una rentabilidad, y parte de los inversores se decidiría por valores seguros o por intermediarios que garantizaran esa seguridad, por la que, además, estarían dispuestos a pagar.

Si los mercados fueran eficientes, no tendría importancia una regulación que garantizase la información. La versión semifuerte de esta hipótesis advoca que el precio en el mercado de un valor recoge toda la información pública disponible de su emisor. Por lo tanto, reflejaría el riesgo, y todos los inversores, incluso los menos sofisticados, tendrían una compensación por el mismo. La consecuencia es que unos mercados eficientes supondrían una situación equivalente a que todos los inversores tuvieran completa información sobre las empresas.

La situación real es que la información puede ser parcial, no completa o sesgada. O que no esté uniformemente distribuida entre los inversores. Así, unos disponen de mayor información, o de mayor calidad, que otros. Se puede, por lo tanto, distinguir distintos tipos de inversor por el grado de información que poseen. Según Choi (2000), se pueden dividir los inversores en cuatro tipos: 1) inversores informados sobre los emisores; 2) inversores sin información sobre los emisores, pero informados sobre los intermediarios; 3) inversores con información sólo de ciertos participantes del mercado muy visibles; 4) inversores sin información de ningún participante del mercado.

Inversores tipo 1

En este caso, la relación entre emisores e inversores podría especificarse en contratos completos. Pero para ello se necesitaría un nivel elevado de información y tiempo para desarrollar los contratos. Alternativamente, los emisores podrían garantizar su calidad a los inversores desarrollando una buena reputación, aunque ésta es difícil de conseguir y de mantener, y también está influida por las circunstancias generales del mercado.

La relación entre emisores y los inversores 1 no necesitaría protección explícita, y por tanto ni unos estarían dispuestos a pagarla ni los otros a proporcionarla.

Sin embargo, si los emisores consideran que hay valor en la protección del inversor, podrían ponerse de acuerdo con otros participantes que trataran con todo tipo de inversores, por ejemplo las bolsas, que serían las encargadas de proporcionar la protección para los inversores no informados sobre los emisores. El coste de la protección sólo recaería en los inversores que se beneficiaran de ella. De esta forma, los emisores podrían discriminar su trato hacia los inversores según el grado de información de éstos.

Inversores tipo 2

Si los inversores tienen información sobre los intermediarios, la protección se conseguirá a través de éstos.

Los intermediarios elegirán emisores que les permitan beneficiarse del valor de la protección. Los inversores pueden elegir el intermediario en el que confían que hará esa selección de forma adecuada. Los intermediarios elegirán proteger a los inversores en la medida en que tal protección sea valorada por los inversores. Éstos compensarán a los intermediarios mediante comisiones específicas o mediante la demanda de otros servicios adicionales. Si los intermediarios decidieran no introducir ninguna medida de protección a los clientes, dado que los inversores están informados, deberán rebajar el coste que cargan por sus servicios de inversión.

En este caso, los inversores conocen los distintos intermediarios: confían en la información que tienen éstos y en el nivel de protección que ofrecen. Para un inversor, obtener información sobre el intermediario es menos costoso que sobre una empresa emisora. Los intermediarios proporcionarán la protección que el inversor busca y cobrarán por ello. Por lo tanto, tienen incentivos para adoptar estrategias que maximicen el valor de la protección.

Sin embargo, la protección esperada puede fallar por problemas del intermediario en la obtención de información sobre el emisor o por problemas en el diseño de los contratos de protección. También puede fallar si los intermediarios tienen incentivos a tener un comportamiento que destruya su reputación. Estos posibles conflictos señalan la importancia de regulación.

Los intermediarios podrían constituir una fuente de riesgo para los inversores: pueden actuar de forma desleal y no analizar la calidad del emisor, pueden realizar decisiones de inversión inconvenientes para los clientes, no llevar a cabo las órdenes recibidas de forma oportuna o malversar fondos. Incluso intermediarios con buena base de capital pueden quebrar y dejar a los clientes con posiciones no aseguradas.

Los inversores racionales, con información adecuada sobre los riesgos de los intermediarios, decidirían lo que están dispuestos a pagar por estos riesgos. Esto haría reaccionar a los intermediarios que quisieran maximizar el valor de sus relaciones con los clientes. En el caso de intermediarios grandes, con elevada cuota de mercado o que operan en un marco de fuerte competencia, comportarse mal implicaría muchos costes.

Inversores tipo 3

Pueden existir inversores que, aunque no estén informados de la protección que proporcionan todos los emisores o intermediarios, sí tengan información sobre ciertas grandes entidades, muy visibles. Como esas entidades tienen el propósito de permanecer en el mercado, también tienen interés en mantener una buena reputación. Estas entidades buscarán atraer a los inversores de mediana sofisticación (tipo 3), que serán capaces de reconocer estos servicios de protección y pagarán por ellos.

Inversores tipo 4

Algunos inversores no tienen la capacidad de analizar la protección que se les ofrece, ni siquiera a nivel agregado. Estos inversores no valorarán de forma específica la protección, con lo que no habrá incentivos para que los participantes del mercado la proporcionen. La alternativa regulatoria podría ser que se limitara a estos inversores el tipo de intermediarios a los que pudieran acceder o los valores en los que pudieran invertir, de forma que las asimetrías informativas que les pudieran perjudicar se mantuvieran en un mínimo. Sin embargo, ello implicaría que los inversores poco sofisticados tendrían menos capacidad de obtener mayores rendimientos, y sus resultados serían inferiores a los de otros inversores.

La existencia de diversos tipos de inversores, según su pertenencia a uno de esos grupos, debería tenerse en cuenta a la hora de diseñar sistemas de protección para ellos.

La regulación y supervisión financiera compensa la falta de información de los inversores o de experiencia para tomar decisiones. Contribuye a aumentar la confianza de los inversores, y así éstos se sienten más dispuestos a invertir. La regulación financiera, en primer lugar, obliga a los participantes (emisores e intermediarios) a difundir información que se considera relevante, y a que esa información sea de calidad: veraz y completa. También la regulación financiera establece requisitos de solvencia sobre los intermediarios, que se plasman en la obligación de tener un capital mínimo y limites al riesgo tomado.

Pero, a pesar de ello, puede que los inversores no tengan capacidad de procesar toda ésta información y no distingan el riesgo incorporado en las distintas alternativas de inversión. Así se justifica que se establezcan sistemas de seguro de las inversiones (15) —SSI—. La idea final es que la regulación no debe plantearse simplemente sobre las entidades participantes en el mercado financiero (empresas emisoras y entidades financieras) mediante normas de autorización, ejercicio y supervisión. La regulación financiera debe enfocarse en el inversor. Debe proporcionarle a éste la capacidad de demandar la protección deseada, de los emisores o de los intermediarios. Si los participantes en el mercado no proporcionan la protección que se demanda, reci-

birán menor remuneración por sus valores y por sus servicios.

Podría ser que los inversores no valoraran la protección ofrecida, por desconocimiento. En ese caso aparece la necesidad de que se articule de forma explícita un sistema de seguro de las inversiones.

IV. CONFLICTO PRINCIPAL-AGENCIA

Todos los inversores, informados y no informados, participan en los mercados financieros. Su participación puede realizarse a través de un intermediario porque, como hemos señalado en el apartado anterior, se confía en que éste tenga mayor información, o simplemente porque la regulación establece que las inversiones no pueden realizarse directamente, sino que las órdenes deben enviarse a una entidad de valores, que es la que puede ejecutarlas en nombre de los diferentes clientes.

Las entidades financieras pueden operar por cuenta propia (como principal), además de servir de agente que canaliza las órdenes de clientes. Los conflictos del tipo principal-agente se traducen en operativas que logran transferencias, no acordadas, de riqueza desde los inversores/acreedores a la propia entidad.

Una forma de conflicto se produce cuando la entidad efectúa inversiones de alto riesgo. Cuando el valor de la empresa depende de la política de inversión, los accionistas o los gestores tienen incentivos para mantener un elevado nivel de apalancamiento, o para no descubrir a los clientes los riesgos tomados. Los conflictos principal-agente, además, se producen por la realización de ciertas prácticas operativas. Estas son posibles por la falta de información de los agentes o por la inexistencia de una regulación apropiada.

La capacidad dual puede provocar conflictos de interés, y en algunos mercados está sometida a ciertas regulaciones. Por ejemplo, en algunos mercados, una entidad de valores no puede actuar como principal por cuenta propia y como agente por cuenta de cliente en la misma transacción; podría actuar en esa doble capacidad, pero en transacciones sucesivas (16). El conflicto de interés surgiría cuando las entidades de valores actuaran de forma anticipada a sus clientes, pero utilizando la información obtenida de las órdenes de éstos (17).

Una práctica que puede generar conflicto principal–agente se produce cuando las entidades no sólo actúan de forma simultánea por cuenta propia y por cuenta ajena, sino que agrupan las órdenes de los clientes, las ejecutan de forma conjunta y las desglosan sólo a posteriori, distribuyendo el saldo negociado entre las cuentas propias y las diversas cuentas ajenas.

Una tercera práctica conflictiva tendría lugar cuando los saldos de los diversos clientes y de la propia entidad se mantuvieran en una única cuenta (18), con vistas a maximizar su rentabilidad o a agilizar la operativa en los mercados. Sólo se haría el desglose con efecto informativo o a la hora de reembolsar a los clientes.

También la entidad se apropiaría de rentas de los clientes a través de una operativa que incrementara los gastos cargados a los mismos (19). Otra operativa que lleva a conflictos de agencia se produce en aquellas ofertas públicas, donde los asesores no derivaran hacia los clientes las rebajas en tarifas, especialmente cuando hay una relación entre el oferente y el colocador (como ocurre en los fondos de inversión).

Algunos autores sostienen que la competencia entre las entidades financieras reduce esos conflictos de interés. Chakravarty y Sarkar (1997) afirman que si el número de entidades excede un número mínimo crítico, el cliente informado distribuye sus órdenes entre las entidades disponibles. Éstas ejecutan primero las órdenes de los clientes, y luego las privadas. Si el número de entidades es inferior a ese mínimo, el cliente transmite las órdenes a una única entidad, que se ve así tentada a operar por cuenta propia de forma anticipada a la orden del cliente.

La competencia provoca que las entidades no logren los beneficios esperados por aprovecharse de las órdenes de los clientes. Esto es así porque las entidades negocian entre ellas y, por lo tanto, observan el uso que hacen las demás de la información extraída de las órdenes de los clientes. De esa forma, pueden actuar en contra, o no operar con las entidades que anticipan su propia operativa a la de los clientes.

Por lo tanto, para aquellos autores, una forma de evitar esos conflictos de interés es fomentar la competencia entre entidades. En cambio, no se inclinan por impedir la capacidad de operativa dual (como principal y como agente) en las entidades financieras, ya que consideran que ésta contribuye a aumentar el volumen negociado y la liquidez.

Sin embargo, la solución que proporciona la competencia se basa en que los clientes sean informados; es decir, tengan capacidad de discernir entre distintos intermediarios. Si esto no es así, la regulación debe proporcionar alternativas: aparte de establecer normas de conducta que impidan prácticas que perjudiquen a los inversores, tiene sentido proporcionarles a éstos la cobertura de un SSI, que palie en alguna medida esa falta de información.

V. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR

Un régimen que proteja los derechos de los inversores tiene consecuencias positivas importantes sobre la economía. En primer lugar, determina la estructura de propiedad de las empresas, ya que cuando los derechos de los inversores no están bien protegidos, y pueden ser expropiados, el control de la empresa aumenta de valor; el sistema legal, por tanto, modela el valor de los beneficios privados del control y, en consecuencia, determina las estructuras de propiedad de las empresas.

En segundo lugar, la protección del inversor fomenta el desarrollo de los mercados financieros. Cuando los inversores confían en el mercado financiero, están dispuestos a invertir, lo que hace más atractivo a las empresas emitir valores.

Cuando no hay un régimen que proteja a los inversores, los inversores informados de dentro de la empresa pueden comportarse bien con los inversores externos, o no informados, mientras las perspectivas de la empresa sean buenas y haga falta esa fuente de financiación externa. Pero si el contexto cambia, los «de dentro» pueden apropiarse de las rentas de la empresa sin que los «externos» puedan hacer nada. Como consecuencia, el mercado vería deteriorada su calidad y el precio de la financiación aumentaría. Si no hay un sistema de protección del inversor adecuado, los inversores no desearán invertir su ahorro, o no sabrán cómo hacerlo. Esto, a su vez, desincentivaría la presencia de emisores honrados en los mercados y se reduciría la calidad de las acciones que se emitieran.

Por último, la protección del inversor tiene el efecto genérico de influir positivamente en el crecimiento económico, porque estimula el ahorro, favorece su canalización hacia la inversión y contribuye a aumentar la eficiencia de la asignación de los recursos.

El *gap* del inversor

En el ámbito financiero, la expresión «*gap* de expectativas» se utiliza habitualmente para describir el dilema de los profesionales de la contabilidad, que se ven obligados a que la auditoría refleje su opinión sobre la contabilidad de las empresas, pero la remuneración de estos profesionales depende de las empresas, lo cual puede sesgar su trabajo. El resultado es que las auditorías pueden no ser creíbles y que las expectativas de los inversores de que la información sea correcta no se ven satisfechas. En este sentido, la expresión «*gap* de expectativas» se puede generalizar y aplicar a la regulación de valores. Los reguladores proclaman que su trabajo está dirigido a asegurar la integridad del mercado, fomentando que el inversor confíe en la transparencia y en el contenido de la información. Pero la realidad es diferente. La información proporcionada por las empresas muchas veces no es completa, y a veces está distorsionada, con lo que se puede producirse una apropiación de rentas de los inversores por las empresas, que distorsionaría los mercados.

La regulación y la disciplina del mercado pueden tener dificultades para eliminar el *gap* de expectativas. Una manera de reducir éste podría ser aumentando la regulación (la extensión de las leyes, la gravedad de las sanciones, o la supervisión). Sin embargo, existen muchas voces críticas contra una sobrerregulación, cuyo efecto es una intromisión en la vida societaria y un régimen intervensionista en los mercados. Con lo cual, hay que contar con que la regulación no puede garantizar el objetivo de proporcionar una protección plena del inversor.

¿Cómo se concreta la protección del inversor?

Alguna teoría señala que los inversores y los emisores son capaces de firmar contratos entre ellos en los que se recoja de forma completa el riesgo (20), de manera que no haría falta una regulación explícita. Los inversores penalizarían a las empresas que no informaran sobre su riesgo, y los emisores, por su parte, tratarían bien a los inversores. Como esos contratos serían legalmente reclamables, no haría falta una regulación específica de los mercados de valores. Lo que pasa es que el cumplimiento de los contratos depende de los tribunales, cuya capacidad es a veces limitada, a veces soportan presión política y en alguna ocasión pueden ser vulnerables a la corrupción.

A veces se precisan otras formas de proteger los derechos de los inversores. Es mejor tener contratos restringidos protegidos por normas que contratos no restringidos que no estén protegidos por las mismas. La evidencia empírica (LaPorta *et al.,* 1998) demuestra que los países que tienen reglas más protectoras para los inversores cuentan con mercados de capitales más desarrollados.

Los inversores deben ser protegidos frente al comportamiento interesado de los emisores y de los intermediarios (gestores, accionistas o operadores). Las reglas que protegen a los inversores pueden proceder de distintos ámbitos. Pueden existir reglas sobre la competencia, sobre las tomas de control de las empresas, sobre las quiebras, normas societarias, etc., pero también existen normas sobre los mercados financieros.

La protección debe evitar que los emisores se apropien de rentas de los accionistas, lo que podría producirse por diversas vías: engañando sobre la situación

económico-financiera de la empresa o no mostrando la realidad completa, de forma que el precio que paguen los accionistas por sus participaciones sea superior a lo que deberían; mediante la utilización en beneficio propio de información privada de la empresa por los gestores; a través del reparto de los beneficios generados en forma de remuneraciones salariales incongruentes de los gestores, etcétera.

La regulación tiene que garantizar que las empresas que emiten valores publiquen una buena información y generar confianza en que los gestores (agentes informados) no van a engañar a los inversores, apropiándose del valor de la inversión a través de artimañas de mercado o incluso de fraude. La regulación disciplina a los emisores debido a la sanción a que se exponen en caso de que sean descubiertos en un comportamiento ilegal.

Cuando se trata de protección de los inversores frente a intermediarios, el énfasis de la regulación se pone, por una parte, en que éstos deben respetar unas normas de conducta y, por otra, en que deben contar con mecanismos de control para hacer frente a todos los riesgos que les pueden afectar. Son el régimen legal y la supervisión los que proporcionan la protección, en definitiva.

Sin embargo, hay que reconocer que la regulación puede verse enfrentada a un dilema en cuanto se produce un conflicto entre los intereses de los gestores de las empresas y los inversores. Así, por ejemplo, la SEC tiene encomendada la protección del inversor, por lo cual persigue a los gestores que proporcionan información falsa. Pero no puede señalar que el riesgo de invertir es grande, de forma que provoque que los inversores se retraigan y se alejen del merado. La dualidad de objetivos merma la eficacia de los reguladores en la reducción del *gap* de expectativas de los inversores (21).

Los mecanismos que establecen disciplina en los mercados financieros son ejercidos por los reguladores, por los tribunales y por los propios participantes en el mercado. Los derechos de todos los inversores —de cualquier inversor— deben ser protegidos. Sin esta garantía de control y disciplina, la vulneración de los derechos no estaría penalizada, y se pondría en peligro la integridad de los mercados financieros.

VI. MODELOS DE SEGURO: DE LA EMPRESA, DE LOS ACREEDORES, DEL SISTEMA

Hay varios mecanismos para dotar de dosis de seguridad a la actividad financiera. Pueden existir sistemas de protección para los depositantes o los inversores; puede existir la posibilidad de que actúe un prestamista en última instancia para evitar la quiebra de una entidad. Pero antes que llegar a esos extremos, no se puede olvidar el papel de garante de seguridad que ejerce el mercado y la actividad de los organismos de regulación y supervisión.

Los primeros seguros de depósitos nacieron por iniciativa privada (Calomiris, 1990). La posibilidad de que los depositantes de un banco tuvieran miedo de que un *shock* en otras entidades les llegara a afectar provocó iniciativas de co-aseguro entre los bancos para reducir la generación de momentos de pánico que estimularan peticiones de rescate de fondos, o para coordinar la respuesta del sistema bancario a las crisis, en caso de ocurrir éstas (22). Los seguros privados establecían acuerdos entre los bancos para responder de los pasivos del banco fallido, conceder préstamos interbancarios y coordinar la suspensión de la convertibilidad (23). Además, tenían establecidos sistemas de vigilancia mutua para impedir usos abusivos del sistema de garantía.

Estas primeras iniciativas ponen de manifiesto tres cuestiones: la importancia de la vigilancia previa, sea esta ejercida por el mercado o por un supervisor; la necesidad de disponer de fondos para evitar que una crisis particular afecte a otras entidades y/o se convierta en sistémica, y la conveniencia de tener mecanismos de intervención *ex post,* para limitar los efectos negativos de una crisis ya materializada.

En definitiva, los seguros de depósitos se crearon para proteger el sistema de pagos de pánicos financieros. Estos se generan porque, como se ha señalado anteriormente, los inversores, que han colocado su ahorro en depósitos a corto plazo, no son capaces de observar el valor de los activos a largo plazo, en los que ha invertido el banco. Y aunque pudieran hacerlo, no hay una correspondencia univoca entre éstos y aquellos. Las crisis de pánico están inducidas por la incertidumbre de los depositantes sobre el valor de sus carteras. Una perturbación en alguna entidad genera pánico en los depositantes de todos los bancos, porque éstos no disponen de información sobre la incidencia posible de esa perturbación sobre las demás entidades.

Los seguros de naturaleza pública encuentran su explicación en los costes sociales de las crisis. Una interrupción en el sistema bancario afecta a la eficiencia de la economía. Fue la preocupación por la continuidad del funcionamiento de los sistemas de pagos lo que inició las propuestas de implantación de algún sistema público de seguro. Pero el papel del gobierno debe limitarse a seguros cuya finalidad sea evitar el colapso del sistema.

En primer lugar, la labor pública debe ir dirigida a la prevención de que se generen problemas. La regulación financiera establece unas reglas y requisitos que las entidades deben cumplir para acceder a la actividad

financiera y para mantenerse en ella. En general, en todos los países la regulación contempla que las entidades financieras cuenten con un capital mínimo; deben cumplir unos límites a la concentración de riesgos y tener mecanismos para su control, y además deben respetar unas normas de conducta. Los requisitos de capital de las entidades financieras limitan su apalancamiento. Si no ocurre así, los inversores estarían alertados del riesgo de la entidad. Pero como la presión del mercado no siempre funciona, los incumplimientos deben provocar una respuesta sancionadora por parte del regulador.

Sin embargo, ningún sistema de regulación puede ser totalmente eficaz en la prevención de fallidos de las entidades. Los sistemas de seguros de inversiones (SSI) complementan a los requisitos de capital y a las normas de conducta. El papel de los sistemas de seguro de inversiones es principalmente proteger a inversores pequeños no sofisticados, pero también, en alguna medida, impedir que otras entidades se puedan ver negativamente afectadas por una crisis de confianza.

Los modelos estándar de SSI tienen cierta analogía con los contratos financieros. El riesgo es exógeno; es como si se emitiera un seguro por un siniestro. O, de forma más sofisticada, como si se vendiera una opción *put* sobre la empresa cuyo pasivo se asegura. La idea es que cuando el valor de mercado de los activos no asegurados de una entidad se reduce por debajo del de sus pasivos, los acreedores del banco pueden vender esa opción *put* al asegurador por el valor facial de sus deudas. Sin embargo, el riego es endógeno a la entidad, y la existencia de SSI puede incrementar el conflicto de incentivos (24).

En algunos países, los sistemas de seguro amplían sus funciones, de forma que pueden acudir al rescate de entidades particulares que experimenten dificultades, impidiendo que vayan a la quiebra, o incluso proporcionar fondos cuando se ha producido algún fallido. En estos casos, los SSI combinan su facultad de ser un seguro de depositantes con la capacidad de ser un mecanismo de «red de seguridad» de las entidades (RS). Sin embargo, ambas facultades pueden provocar reacciones diferentes en las entidades, y por lo tanto deben analizarse de forma independiente.

La existencia de un SSI puede afectar el comportamiento de los consumidores y de las empresas. El aumento de la confianza en el sistema financiero favorece la participación de los mismos en el sistema financiero, con beneficios tanto para las entidades financieras como para los participantes.

También les puede llevar a ser más proclives a tomar mayores riesgos. Y esa actitud puede llevar a los inversores a reducir su incentivo de discriminar entre las empresas, respecto a su solvencia financiera, y a poner mayor proporción de su ahorro en entidades menos sólidas. A corto plazo, puede que los que tienen ese comportamiento obtengan ganancias, pero a largo plazo se deteriorará la confianza en el sistema financiero.

No obstante, normalmente las decisiones de los inversores no están inducidas por la existencia de un fondo de garantía. Además, la fuerza de ese argumento se reduce en tanto en cuanto la cobertura de los sistemas de seguro sea parcial. Tampoco parece que un inversor medio sea capaz de discriminar el riesgo de una entidad financiera. Los inversores prefieren colocar sus ahorros en entidades que consideran seguras. Y como indicadores de seguridad pueden considerar el nombre comercial o la reputación de la entidad.

Los argumentos en contra de un SSI señalan que reduce la competencia entre las empresas ya que eliminan uno de sus componentes como es la seguridad que ofrecen a sus clientes. Otra crítica señala que se distorsiona el sistema al obligar a las empresas sanas a financiar fallos de las empresas menos buenas. El contra-argumento es que todas las empresas, incluso las buenas, se benefician de la mayor confianza que se genera.

Pero los problemas de un SSI pueden tener su origen en conflictos principal-agencia, ya que los gestores responsables de las entidades pueden verse tentados a tener un comportamiento ineficiente. Sin embargo, el diseño de los SSI tiene en cuenta esta posibilidad y, normalmente, los gestores, accionistas y sus familiares son excluidos de la cobertura, con lo que se reduce la posibilidad de conflicto principal-agencia y, por tanto, su beneficio derivado de un comportamiento muy arriesgado.

Sin embargo, son los sistemas de garantía pública generales (RS) los más proclives a promover políticas de inversión excesivamente arriesgadas (25). La existencia de «redes de seguridad» puede generar comportamientos arriesgados por parte de la entidad financiera, que puede relajar el análisis de riesgo de los activos en los que invierte y que ofrece a sus clientes.

Resulta difícil imaginar que si no existe un SSI no haya ninguna red de seguridad para las entidades financieras. Puede que se asuma que todas las entidades financieras están aseguradas a través de garantías públicas implícitas. Este punto es susceptible de un debate profundo, en el cual caben posturas muy diversas. Mientras hay autores que señalan que es positivo definir de antemano el alcance de las RS, hay otros que enfatizan el valor de lo que se conoce como el principio de «ambigüedad creativa», por el cual está indeterminado de antemano el grado de intervención de los mecanismos de RS. Precisamente la existencia de SSI puede limitar la «red de seguridad» y limitar problemas de dilema moral.

No obstante, como se ha señalado al principio de este apartado, la existencia de supervisores que vigilan el comportamiento de las entidades reduce esta posibilidad. La regulación de la actividad de las entidades, la supervisión continuada de su comportamiento y la capacidad sancionadora de los organismos competentes reducen la probabilidad de que se produzcan situaciones de fallido, especialmente derivadas de una falta de control de los riesgos de la entidad. Obviamente, el deterioro de las condiciones económicas y financieras generales y la voluntad definida de fraude reducen la efectividad de la supervisión preventiva.

VII. DILEMA MORAL (26)

La implantación de un SSI puede aumentar el problema de dilema moral al que se pueden enfrentar las entidades. Esta posibilidad es clara en las entidades crediticias, y es menos clara en las empresas de servicios de inversión. Sin embargo, como se ha señalado anteriormente, las empresas de servicios de inversión pueden estar autorizadas a prestar algunos servicios por los que toman riesgos ellas mismas, lo que las pone en una situación en la que su comportamiento puede ser importante para los inversores.

El dilema moral se produce cuando la contraparte con la que se relaciona un inversor puede tomar alguna decisión intencionada que le sea perjudicial a éste. Así, las entidades pueden actuar en interés de sus accionistas, y ese interés llevarles a introducirse en negocios de alto riesgo, en operativas no observables ni por el regulador ni por los inversores. Las situaciones de dilema moral conllevan aparejada muchas veces problemas de selección adversa. Ésta se produce cuando no se revela la situación real de riesgo de las empresas. Las entidades de calidad reducida aparentan una calidad que no tienen, pero que no puede ser comprobable, e inducen a los inversores a tomar decisiones que no son deseadas. Las empresas de servicios de inversión con intereses propios podrían vender, por ejemplo, activos de calidad dudosa (27) a los inversores.

La literatura teórica es clara al establecer que los mecanismos de garantía pública proporcionan incentivos a las entidades crediticias a tomar riesgos excesivos. Además, los depositantes no cuentan con ningún incentivo para vigilar las acciones del banco y colocan su ahorro en una entidad concreta por diversas razones, pero entre ellas no se encuentra la solvencia de la entidad.

Los dilemas morales se producen principalmente cuando el comportamiento de la entidad no es observable (28). Y, precisamente, cuando el riesgo de la entidad no es observable, poca diferencia para la misma supone la introducción de un esquema de SSI (29). Si los riesgos y el comportamiento de la entidad fueran observables, los inversores demandarían una compensación que tuviera relación con el riesgo de la entidad, lo que, a su vez, serviría de control de ésta. De esta forma, el riesgo de la entidad se mantendría dentro de unos límites.

Sin embargo, es en el caso de que el comportamiento de la entidad fuera observable cuando la introducción de un SSI podría provocar dilema moral. El seguro estimularía que se adoptasen políticas demasiado arriesgadas, de forma que gestores sin escrúpulos o inexpertos podrían introducir a la empresa en negocios con riesgo excesivo. El seguro eliminaría la disciplina de mercado, que normalmente impediría a esas empresas arriesgadas captar clientes. La protección provocaría que los clientes se sintieran ajenos al riesgo de la entidad.

Muchas de las crisis financieras se vieron agravadas por la mayor tolerancia al riesgo de los inversores, que no reaccionaron cuando las entidades en las que tenían sus ahorros fueron realizando estrategias de riesgo creciente. La existencia de un seguro puede agravar las situaciones de crisis. En el fondo, los SSI implican un traspaso de la responsabilidad de absorber pérdidas asociadas con riesgos, aceptados por los accionistas (y otros acreedores no asegurados), al propio sistema, repercutiendo esos riesgos sobre los acreedores asegurados. Los accionistas logran un beneficio si logran exponer a los acreedores, y al propio seguro, a su comportamiento inmoral según va disminuyendo su capital. Un ejemplo extremo de inmoralidad se produce cuando las empresas invierten en proyectos con valores netos actuales negativos.

Sin embargo, como se ha señalado en el apartado anterior, los SSI implican un límite a otros esquemas de seguro en forma de RS. Éstos evitan que se generen situaciones de quiebra, que implicarían un traspaso de responsabilidad mayor, repercutible al final sobre toda la sociedad (30). Con RS la tendencia a tomar el máximo riesgo es elevada.

También los problemas de dilema moral se reducen porque la existencia de SSI induce mecanismos de supervisión. En primer lugar, se genera una vigilancia y un control mutuo por la comunidad de entidades cubiertas, si son ellas mismas las que tienen que soportar los costes del SSI. En segundo lugar, cuando el mercado llega a conocer que los SSI proporcionan incentivos para intensificar el riesgo, aumenta la atención sobre su comportamiento (31). Como alternativa a una RS, la introducción de un SSI que compensara sólo a los acreedores hasta una cierta cantidad supondría un incentivo para reducir el comportamiento arriesgado de la entidad financiera. Los acreedores por encima de la cantidad asegurada, y los no asegurados, requerirían una rentabilidad alta por

el riesgo excesivo tomado por la entidad financiera. Pero para que el SSI tuviera efectos positivos sobre el comportamiento de la entidad, el límite a la RS tendría que ser creíble.

El impacto del SSI en las políticas de riesgo de la entidad está condicionado por otros factores, como son el control que hacen los acreedores no asegurados, el valor intrínseco de la entidad y el tamaño de ésta.

En efecto, el posible comportamiento conflictivo según el cual la introducción de un SSI aumenta el riesgo general que toma una entidad financiera, ya que los acreedores no identifican el riesgo con la rentabilidad que reciben, queda limitado si hay otros acreedores que no resultan cubiertos por el SSI, y que por lo tanto tienen incentivos a realizar un seguimiento de la entidad. Los acreedores cubiertos por el seguro, en general, no tienen, ni la información para vigilar a las entidades, ni los incentivos para hacerlo. Por lo tanto, su comportamiento no resulta afectado por la implantación de SSI. Sin embargo los tenedores de pasivos no asegurados podrían coordinarse y realizar un seguimiento y vigilancia de las entidades (32). La posibilidad de que los tenedores de pasivos no asegurados puedan perder constituye un mecanismo de disciplina de mercado poderoso. Por lo tanto, la toma de riesgo por la entidad se reduce ante la presencia de otros acreedores, no depositantes.

El segundo factor que condiciona el efecto de los SSI sobre el dilema moral de las entidades es el valor intrínseco de éstas. En presencia de un elevado valor intrínseco, el dilema moral se reduce, ya que un elevado valor limita el conflicto de interés entre los tenedores de capital y los demás acreedores. El valor intrínseco constituye una señal verificable de buen comportamiento, o de poder de mercado, o de reputación. En el caso de entidades con alto valor intrínseco, éste ya ejerce de límite al riesgo tomado de forma genérica, con lo que la introducción de una seguridad concreta en forma de SSI no provoca mucho cambio en su comportamiento.

Gropp y Vesala (2001) encuentran evidencia de que los SSI reducen la toma de riesgo. También señalan que cuanto mayor es el valor intrínseco de la entidad, menor es el riesgo que toma, de forma que en entidades con alto valor intrínseco el SSI no reduce mucho su riesgo. El dilema moral es importante cuando el comportamiento de la entidad financiera es débil.

El tercer factor mencionado es el hecho de que existan entidades de elevado tamaño. Esas grandes instituciones suponen un potencial de riesgo sistémico, por lo que se puede esperar que no se permita su quiebra y se cubran las posiciones de sus acreedores relevantes en cualquier caso. Si estas instituciones predominan, el establecimiento de garantías explícitas y limitadas como el SSI no contribuirá a reducir el riesgo de las entidades.

Nagarajan y Sealey (1998) afirman que no se pueden resolver a la vez los problemas de dilema moral y de selección adversa. Todo depende del valor residual de la entidad. Éste debe considerarse la prima del SSI. En los mecanismos para resolver la selección adversa, los acuerdos para ayudar a las entidades que tengan un valor residual alto provocan que ningún tipo de entidad tenga incentivos para mentir. Pero no les induce a elegir activos o inversiones sin riesgo. Para solucionar el problema del dilema moral, se deberá premiar a las entidades con mejor comportamiento y castigar a las peores. Pero los mecanismos que se pueden diseñar para ello lo que provocan es que las entidades de peor clase tengan incentivos para mentir.

También señalan que cualquier mecanismo de premio-castigo para inducir a las entidades a tener buenas inversiones debería tener en cuenta la situación general del mercado y, por tanto, la posición relativa de las entidades. Esto conllevaría la necesidad de realizar una evaluación *ex post* a la intervención de un SSI. Las evaluaciones a priori se basan en el comportamiento absoluto. Articular un sistema que se base en evaluaciones relativas a posteriori condiciona los mecanismos de financiación de los SSI. Podría pensarse en un sistema de devolución de primas, una vez evaluado el marco de referencia comparativo. Pero esta solución sólo incentiva los buenos comportamientos en una perspectiva continua del tiempo.

Algunos autores (John *et al.*, 1991) señalan que las políticas de SSI, o los requisitos de capital, no son ni necesarios ni suficientes para resolver los problemas de incentivos. Para ellos, hace falta un subsidio *ex post* para conseguir la compatibilidad con los incentivos. Es decir, que las entidades puedan evaluar el comportamiento arriesgado *ex ante* y compararlo con los costes que *ex post* pueden tener asociados con tal comportamiento. Sin embargo, no se logra una solución óptima, debido a la responsabilidad limitada derivada de que existe un tope a los costes que soportan las entidades con comportamiento irregular.

Para limitar o evitar comportamientos que puedan provocar un dilema moral, se imponen requisitos de capital. Los SSI profundizan en estos requisitos, al exigir mayor supervisión de las entidades con derecho a cobertura. Como resultado de ese control, a veces se obliga al regulador a intervenir aplicando medidas disciplinarias, y así se reduce el coste para el SSI. También podría articularse un mecanismo por el cual pudieran ampliarse los requisitos de capital que debieran cumplir las entidades para, con esos fondos, compensar al SSI en el caso en que se fuera evidente que ha experimentado mayores riesgos por fallos en la supervisión.

VIII. ELEMENTOS DEL DISEÑO

El diseño de los sistemas de garantía de inversiones debe tener en cuenta las alternativas que se plantean en varios de sus aspectos (Wai Sing y Chuck, 2000). La elección que se haga influirá en las características del sistema y, por tanto, tendrá relevancia respecto a su efecto sobre el comportamiento de inversores y de entidades. Son elementos a analizar el carácter público o privado del sistema, la obligatoriedad o no de su participación, la extensión de la cobertura según entidades y según inversiones, y la forma de financiación.

1. Sistema público *vs.* sistema privado

Los abogados de un sistema privado consideran que la eficiencia de una entidad gestionada de forma privada es mayor. Entre los elementos de esa eficiencia se encuentra la capacidad de ver a cada entidad de forma aislada sin estar influidos por consideraciones de política económica, el análisis más riguroso de los casos a cubrir, los mayores incentivos para el seguimiento y vigilancia de las entidades, que corrige la tendencia de las entidades a aprovecharse del SSI y realizar políticas de riesgo excesivo.

Por el contrario, los inconvenientes de un sistema privado nacen, precisamente, de su naturaleza no pública. Así, se señala que no tiene capacidad para obtener información de las entidades, debido a que no tiene autoridad regulatoria. Y, por otra parte, las entidades privadas de SSI también pueden resultar menos creíbles como red de seguridad debido a su capacidad limitada para obtener financiación. Sin embargo, ambas debilidades tienen contraargumentos que las convierten en fortalezas. Así, como se ha señalado en apartados anteriores, el límite al SSI reduce el comportamiento arriesgado de las entidades y pone más alerta a los inversores. Por otra parte, dada la importancia de la regulación y de la supervisión para conocer la situación de las entidades, el propio SSI puede ejercer presión sobre la autoridad competente para que ejerza la vigilancia de las entidades.

2. Relación entre el regulador y la agencia que gestiona el sistema

Los sistemas de garantía suelen estar bajo control público. Si se encuadran en el ámbito de responsabilidad del regulador competente de las entidades cubiertas (33), se producen economías externas. El mismo regulador dispondría de información sobre las entidades cubiertas y, por tanto, sobre los riesgos que debe cubrir el SSI, y se evitaría la duplicidad en la provisión de la misma.

3. Participación voluntaria *vs.* obligatoria

Los que apoyan la voluntariedad señalan que ésta es suficiente si de lo que se trata es de ofrecer a los inversores la posibilidad de comprar protección para sus pasivos. Pero si de lo que se trata es de que exista un mayor nivel de protección para todos los inversores, la participación debe ser obligatoria, para evitar asimetrías.

Un sistema voluntario está expuesto a un problema de selección adversa. Cuando una entidad asegurada tiene mayor información que el sistema de seguro, la entidad asegurada puede aprovecharse de la situación. La selección adversa se produciría porque es más probable que se adscriban al sistema las entidades más proclives a tomar riesgos que las que están mejor gestionadas.

Además, si no participan todas las entidades, el coste para las que participan podría ser muy elevado. Y finalmente puede haber un trasvase en los malos tiempos hacia las entidades aseguradas y en los buenos hacia las no aseguradas. Las entidades podrían salirse del sistema y evitar el coste de las primas sin que se viera muy afectada su capacidad de captar nuevos inversores.

4. ¿Qué entidades deben ser cubiertas?

En algunos países se han creado sistemas separados para las entidades crediticias y para las no crediticias. Es evidente que la problemática es diferente entre unas y otras, y que es distinta la posibilidad de que puedan generar un riesgo sistémico. Sin embargo, se puede articular un sistema único en el que se tengan en cuenta las características de riesgo de las diversas entidades, su probabilidad de quiebra, los subsidios cruzados y la estructura del sector. Además, esta solución da respuesta a la cuestión de la creciente imbricación de tipos de negocio financiero.

5. Grado de cobertura

Otra cuestión es el grado de cobertura de los depósitos o de los valores cubiertos. Para resolverla, hay que tener en cuenta cómo se pueden conseguir los objetivos pretendidos sin generar conductas aprovechadas (dilema moral). Una protección total es más efectiva para impedir crisis sistémicas, es decir, desde el punto de vista de la estabilidad financiera, pero para proteger a los inversores pequeños y poco sofisticados la protección no tiene por qué ser total.

En el caso de que la cobertura no sea plena, hay que determinar su grado. Si el objetivo del SSI es la estabi-

lidad del sistema, un criterio de delimitación puede ser la duración del pasivo, de forma que se incluya la cobertura de los activos a corto plazo o líquidos. En el mismo sentido van propuestas que aconsejan tener en cuenta la rentabilidad incorporada. Los activos a corto plazo son los que pueden causar la quiebra de una entidad, debido a que son los que provocan el desajuste en el perfil de riesgo entre los pasivos y los activos.

El problema con la voluntariedad es que sólo formarían parte del SSI las entidades con probabilidad alta de experimentar problemas. Parece que la solución menos distorsionadora es aquella cuya cobertura es general, pero que tiene un techo cuantitativo. Las inversiones por encima del techo pueden decidir entre buscar un coaseguro o tener un menor seguro. Ese techo garantizaría que pudiera funcionar la disciplina de mercado. La elección del techo al que aplicar el SSI no es una cuestión baladí. Un techo bajo protege poco, pero ayuda a que haya disciplina de mercado, un techo alto es más útil para evitar crisis sistémicas.

Una alternativa es ofrecer a las entidades la posibilidad de aumentar su cobertura de forma privada por encima del techo garantizado. También podría elegirse esta opción por el inversor, de forma que éste estaría más alerta sobre la calidad de la entidad.

6. Financiación

La cobertura del SSI debe ser financiada. Las contribuciones puede ser fijas o pueden estar relacionadas con el riesgo de la entidad. Esta alternativa exige medir el riesgo y especificar qué tipos de riesgos se está cubriendo. Pero si la política de precios del seguro no tiene en cuenta el riesgo de la entidad, se producirán transferencias de rentas entre entidades. La forma de financiación del SSI puede influir, por lo tanto, en las políticas tomadoras de riesgo de la entidad.

La falta de transparencia, que impide ver el valor económico de la entidad o su riesgo, implica que el coste/peso regulatorio de un SSI es algo difícil de determinar. Es difícil poner un precio al seguro cuando la entidad tiene activos no negociables que son intensivos en información.

Las políticas de financiación que determinan ésta a posteriori del fallido tienden a provocar que las entidades tomen mayores riesgos. La determinación a priori de la financiación puede reducir esos problemas. La mejor solución sería un sistema financiado mediante una evaluación previa, y con un límite de cobertura reducido. Sería el mejor sistema en el sentido de que proporcionaría mejores incentivos a los tenedores y a los accionistas de las entidades.

IX. CONCLUSIONES

Los fondos de garantía de inversiones constituyen una figura de implantación creciente en los mercados de valores. En el marco de la Unión Europea, incluso se han armonizado sus características, bajo la *Directiva 97/9/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.*

Esta figura se enmarca dentro de la finalidad de protección del inversor, que inspira generalmente la regulación de valores. El inversor, principalmente el pequeño inversor, puede ser objeto de una protección específica debido a su falta de información, o de su incapacidad para obtenerla o entenderla. Esta asimetría informativa le puede dificultar la elección de las inversiones que sean adecuadas para su perfil de riesgo o, incluso, de un intermediario en quien confiar sus ahorros. Pueden existir medidas regulatorias dirigidas a garantizar la solvencia de las entidades o el cumplimiento de normas de conducta, pero la regulación sobre la industria tiene unos límites de eficiencia que se deben compensar proporcionando al inversor otras medidas de protección.

Aunque no se pueden aplicar las mismas consideraciones de riesgo sistémico que subyacen en la implantación de los fondos de garantía de depósitos a las entidades de valores, sin embargo hay ciertos puntos en la actividad de éstas que justifican que pudiera existir una protección conjunta. En primer lugar, porque los procesos de desregulación financiera están traduciéndose en que, en algunos países, las entidades de valores proporcionan ciertos servicios (por ejemplo, conceden créditos) que las hacen participar en las características del sector bancario. En segundo lugar, porque la confianza de los inversores es imprescindible para el sistema financiero, lo que hace de la protección un bien social.

Contra los sistemas de garantía se han levantado muchas críticas que subrayan sus efectos negativos sobre el comportamiento de las entidades y de los inversores. A las entidades les puede hacer más proclives a tomar riesgos que no son comunicados a los inversores. Y a éstos les reduce su interés en la observación o vigilancia del comportamiento de la entidad a la que confían sus ahorros. Sin embargo, estos inconvenientes se reducen según las características con las que se diseñen los sistemas. La mejor solución la proporcionan los sistemas de garantía de inversiones que son financiados por las mismas empresas, que tienen una cobertura general, pero con un tope, y cuya financiación se determina a priori, aunque se dispongan de reglas de solución de conflictos, si hace falta, una vez que se ha producido el fallido de una entidad.

NOTAS

(*) Este artículo refleja exclusivamente las opiniones de la autora.

(1) Securities Investor Protection Act, SIPA.

(2) La expresión «valores» puede extenderse a derivados financieros, productos estructurados o incluso fondos de inversión. Se podría decir que se extiende a productos de inversión, de igual forma que la expresión «entidades de valores» se puede extender para abarcar las empresas de servicios de inversión.

(3) Pardigma del *too big to fail:* «demasiado grande para poder dejarlo caer».

(4) Que podrían ser en forma de garantía a la propia empresa, tipo de prestamista en útima instancia, o a los acreedores de la misma, tipo fondo de garantía.

(5) Otra cuestión es el alcance de dicha cobertura. Freixas argumenta que la cobertura puede tener en cuenta ciertos factores condicionales, así como el principio de «ambigüedad creativa», que afirma la eficiencia de los bancos centrales —sobre los que recae en útima instancia la intervención— de tener discrecionalidad en las ayudas a cada entidad en particular.

(6) El término finalidad hace referencia a la irrevocabilidad de una transacción. Si aunque una transacción en firme no es considerada final, se puede deshacer, con las consecuencias de la reversión encadenada de otras operaciones de otras entidades. En reversión puede provocar problemas de liquidez, o incluso solvencia, a las entidades afectadas.

(7) Empresas de servicios financieros es la terminología utilizada en el marco de la Unión Europea para referirse a las entidades que operan en el ámbito de los valores. Los servicios de inversión engloban desde la transmisión de órdenes de suscripción, compra o venta de valores hasta la gestión de carteras o el asesoramiento financiero. La definición de estos servicios y de las empresas de servicios de inversión se puede encontrar en la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

(8) Financial Services Authority, cuyas competencias de regulación y supervisión abarcan a todas las entidades financieras: bancarias, de valores o servicios de inversión y de seguros.

(9) En un momento en que se borran esas diferencias funcionales entre los distintos tipos de instituciones, lo cual, precisamente, ha llevado a la FSA a plantear la regulación financiera en términos del riesgo generado por la institución, y no por el sector en que se encuadre ésta.

(10) Relativo a sus posiciones de pasivo o al tamaño de su activo.

(11) Sin embargo, puede que este acceso no sea suficiente si se producen muchas demandas de reembolso, planteando una amenaza de riesgo sistémico.

(12) Esta caracterización del diferente riesgo de las entidades crediticias y de valores puede sorprender a quien recuerde que las primeras conllevan un riesgo de crédito para los inversores que no conllevan las segundas. En el caso de las segundas, su fuente principal de riesgo es el operativo (según terminología del Acuerdo de Capital de Basilea). En este párrafo, el alcance de estos riesgos se considera en el «impacto». Así las entidades de valores son caracterizadas como de «bajo impacto», aunque el riesgo que conllevan se considera «alto», debido simplemente a su menor capital.

(13) También se puede señalar que en el fraude confluyen «la avaricia de algunos agentes y la codicia de ciertas capas del público» SÁNCHEZ (1999).

(14) Lo cual equivaldría a que los inversores se comportaran como si fueran racionales.

(15) Fondos de garantía de inversiones, sistemas de garantía, etcétera.

(16) Se conoce como negociación dual consecutiva.

(17) Esta operativa se conoce con el nombre de *front running,* o «carrera al frente». Muchos argumentan que se provoca cuando las entidades operan con los mismos clientes a lo largo del tiempo, de forma que reconocen los motivos y la información que justifican sus órdenes y se benefician de ellos.

(18) Podría ser una cuenta por mercado o por tipo de activo financiero.

(19) Cargando comisiones por operaciones no realizadas, realizando operaciones no pedidas para aumentar las comisiones.

(20) El teorema de Coase dice que dos o más agentes racionales que quieren realizar una transacción entre ellos serán capaces de encontrar acuerdos, y de firmar contratos, que sean ventajosos para ambas partes, de forma que llevarán a cabo la transacción.

(21) Algún autor añade otro argumento que señala el límite de la eficacia reguladora en los países cuyo sistema legal deriva del Código Civil. En estos países, las normas las hace el poder legislativo, y los jueces sólo pueden aplicarlas, con lo cual si una práctica no está sancionada en sede legal como atentatoria contra los intereses de los inversores, no puede ser sancionada por los jueces. Por el contrario, en los países cuyo sistema deriva de la «ley común», los jueces aplican los principios de justicia aceptados a casos nuevos: por ello, en estos países, el sistema ha evolucionado para proteger la propiedad privada, y más adelante a los inversores.

(22) En EE.UU. surgieron iniciativas entre los miembros de las sociedades de compensación y entre otros bancos. Las primeras iniciativas datan de principios del siglo XIX; de 1829 y 1838, para ser precisos.

(23) Estaba vigente el patrón oro.

(24) CALOMIRIS (1999); KANE y WILSON (1998). En lugar de modelos bilaterales, los SSI se pueden entender como bonos trilaterales que mejoran el crédito de la entidad asegurada. NAGARAJAN y SEALEY (1998).

(25) La evidencia empírica entre crisis bancarias y la existencia de un SSI es mixta.

(26) Se ha traducido como «dilema moral» el término anglosajón de *moral hazard,* aunque el concepto al que se refiere estaría mejor recogido por la expresión «comportamiento inmoral».

(27) Por ejemplo, activos en los que, en última instancia, la propia entidad es la contraparte, o tiene relación con la contraparte. Aunque pudiera darse el caso de que la entidad tenga cobertura legal para realizar esas estrategias, la situación más frecuente es que conlleve una acción ilegal, si no fraudulenta.

(28) MATUTES y VIVES (2000), y DEWATRIPONT y TIROLE (1993); GROPP y VESALA (2001).

(29) En el caso bancario, los depositantes, como no pueden diferenciar entre bancos, exigirán rentabilidades que compensen por el riesgo máximo; los bancos entonces no tendrán incentivos para reducir el riesgo y tomarán el máximo.

(30) Sobre la que recaerían los efectos de la expansión de liquidez que la financiaría, o los aumentos de impuestos si esta es la forma elegida de financiación.

(31) No obstante, la capacidad de control del mercado se reduce si las deudas de las entidades afectadas son garantizadas a un precio por debajo del de mercado.

(32) En el caso de que los pasivos no asegurados sean bonos, es un requisito que el mercado de los mismos esté desarrollado para que sea real y creíble su efecto de disciplina.

(33) El regulador de los mercados de valores o de las entidades financieras.

BIBLIOGRAFÍA

BLACK BERNARD, S. (2000), «The core institutions that support strong securities markets», *Working Paper,* n.º 200, John M. Olin Program in Law and Economics, Stanford Law School.

— (2001), «The legal and institutional preconditions for strong securities markets», *Working Paper,* n.º 179, John M. Olin Program in Law and Economics, Stanford Law School.

BOOT, A., y GREENBAUM, S. (1993), «Bank regulation, reputation and rents: Theory and policy implications», en MAYER y VIVES (ed.), *Capital Markets and Financial Intermediation,* Cambridge University Press: 262-285.

CALOMIRIS, Charles (1990), «Is deposit insurance necessary?: A historical perspective», *The Journal of Economic History,* vol. 50, n.º 2, junio: 283-295.

— (1999), «Building an incentive-compatible safety-net», *Journal of Banking and Finance,* n.º 23: 1499-1519.

CARISANO, Rita (1992), «Deposit insurance: Theory, policy and evidence», Darthmouth.

CHAKRAVARTY, Sugato, y SARKAR, Asani (1997), «Can competition between brokers mitigate agency conflicts with their customers?», *Research Paper Federal Bank of New York,* n.º 9705.

CHOI, Stephen (2000), «Regulating investors not issuers: A market-based proposal», *Working Paper 2000* - 1.UC Berkeley Law and Economics.

DALE, Richard (1996), *Risks and regulation in global securities markets*, John Wiley and Sons.

DEWATRIPONT, M., y TIROLE, J. (1993), «Efficient governance structure: Implications from banking regulation», en MAYER y VIVES (ed.), *Capital Markets and financial intermediation,* Cambridge University Press: 12-35.

DIAMOND, Douglas, y DYBVIG, Philip (1983), «Bank runs, deposit insurance and liquidity», *Journal of Political Economy,* vol. 19, n.º 3: 401-419.

DOWD, Kevin (1993), «Re-examining the case for government deposit insurance», *Southern Economic Journal,* vol. 59, n.º 3: 363-370.

DREYFUS, Jean-Francois; SAUNDERS, Anthony, y ALLEN, Linda (1994), «Deposit insurance and regulatory forbereance: are caps on insured deposits optimal?», *Journal of Money, Credit and Banking,* volumen 26, n.º 3, parte 1: 412-438.

DUAN, Jin-Chuan; MOREAU, Arthur, y SEASLEY, C.W. (1992), «Fixed-rate deposit insurance and risk shifting behavior at commercial banks», *Journal of Banking and Finance,* vol. 16, n.º 4: 715-742.

ERGUNGOR, O Emre (2002), «Market- vs. bank-based financial systems: Do investor rights really matter?», *Working Paper,* 01-01R, Federal Reserve Bank of Cleveland.

GROPP, Reint, y VESALA, Jukka (2001), «Deposit insurance and moral hazard: Does the counterfactual matter?», *Working Paper* del Banco Central Europeo, n.º 47.

JOHN, K.; JHON, J.A., y SENBET, L. (1991), «Risk shifting incentives of depositary institutions: A new pespective on Federal Deposit Insurance Reform», *Journal of Banking and Finance*, n.º 15: 895-915.

KANE, Edward (1995), «Three paradigms for the role of capitalization requirements in insured financial institutions», *Journal of Banking and Finance,* vol. 19, n.ºs 3-4, junio: 431-459.

— (2001), «Financial safety nets: Reconstructing and modelling a policy making metaphor», National Bureau of Economic Research, *Working Paper,* n.º 8224, abril.

KANE, Edward, y HENDERSHOTT, Robert (1996), «The federal deposit insurance fund that didn't put a bite on US taxpayers», *Journal of Banking and Finance,* vol. 20, n.º 8, septiembre: 1305-1327.

KANE, Edward, y WILSON, Berry (1998), «A Contracting-theory interpretation of the origins of Federal Deposit Insurance», National Bureau of Economic Research, *Working Paper,* n.º 6451, marzo.

KYLE, A.S. (1985), «Continuous Auctions and Insider Trading», *Econometrica,* 53: 1315-1335.

LANGEVOORT, Donald (2002), «Managing the expectation gap in investor protection», Georgetown University Law Center 2002, *Working Paper Series in Business,* Economics and Regulatory Law, *Working Paper,* n.º 328080.

LAPORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SCHLEIFER, Andrei, y VISHNI, Robert (1998), «Investor protection and corporate valuation», *Discussion Paper,* n.º 188, Harvard University Research, Harvard University.

LI-MING, Han (coaut.) (1997), «A financial-economic evaluation of insurance guaranty fund system: an agency cost perspective», *Journal of Banking and Finance,* vol. 21, n.º 8: 1107-1129.

LIN GUO (1999), «When and why did FSLIC resolve insolvent thrifts?», *Journal of Banking and Finance,* vol. 23, n.º 6: 955-990.

LOSS, Luois, y SELIGMAN, Joel (1988), «Fundamentals of Securities Regulation», Little, Brown and company.

MATUTES, C., y VIVES, X. (2000), «Imperfect competition, risk taking and regulation in banking», *European Economic Review*, n.º 44: 1-34

MINGUEZ, Rafael (1999), «El nuevo fondo de garantía de inversiones», PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, n.º 65: 21-28.

MODIGLIANI, Franco, y PEROTTI, Enrico (2000), *Security Versus Bank Finance: The Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules*, Center of Economic Policy Research.

NAGARAJAN, S., y SEALEY, C.W. (1998), «State-contingent regulatory mechanism and fairy priced deposit insurance», *Journal of Banking and Finance,* septiembre 1998.

SCHAEFER, Andrei (1990), «The regulation of banks and securities firms», *European Economic Review,* vol. 34, n.º 2/3: 587-597.

SHLEIFER, Andrei, y WOLFENZON, Daniel (2000), «Investor Protection and Equity Markets», Harvard University and University of Michigan, *Working Paper.*

SÁNCHEZ, Aníbal (1999), «La protección del inversor y el fondo de garantía de inversiones», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil,* n.º 75: 111-130.

SAUNDERS, Anthony, y WILSON, Berry (1999), «The impact of consolidation and safety net support on Canadian, US and UK banks: 1893-1992», *Journal of Banking and Finance,* vol. 23, n.º 2-4, febrero: 537-571.

UNIÓN EUROPEA (1997), *Directiva 97/9/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.*

WAI SING, Lee, y CHUCK, Kwok (2000), «Domestic and international practice of deposit insurance: a survey», *Journal of Multinational Financial Management,* vol. 10, n.º 1, enero: 29-62.

WUIL, Loo (1999), «Who watches the watchers? The Securities Investor Protection Act, investor confidence and subsidization of failure», *Southern California Law Review,* vol. 72, mayo.

Régimen jurídico del Fondo de Garantía de Inversiones

Agustín Madrid Parra

I. INTRODUCCIÓN

Los mercados de valores se han expandido y ha crecido el número de quienes invierten en ellos. Este crecimiento refleja la llegada de un gran número de pequeños inversores a los sofisticados mercados financieros. Ha crecido la inversión del ahorro familiar en los mercados de valores, sin perjuicio de que la evolución «bajista» de los mercados en los años 2001 y 2002 haya llevado a las economías domésticas a una posición de cautela que ha implicado una significativa retirada de inversiones hechas en los mercados de valores.

La popularización de la inversión en los mercados de valores ha urgido la creación de instituciones que protejan al pequeño inversor y, por ende, incrementen la confianza en la estructura y funcionamiento de los mercados. Los instrumentos establecidos a tal fin han sido similares, si bien con diferencias, a los ya existentes en el ámbito de las entidades de crédito. En el sector del crédito existen los fondos de garantía de depósitos. Para los mercados de valores se regularon los fondos de garantía de inversiones.

El artículo 12 de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (*Diario Oficial*, n.º L 141, de 14 de junio) recogía ya el compromiso de elaborar una disposición específica sobre la armonización de los sistemas de indemnización relativos a las operaciones de las empresas de inversión. En consecuencia, se tramitó y aprobó la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores (*Diario Oficial*, n.º L 84, de 26 de marzo).

Ambas directivas fueron objeto de trasposición en España mediante la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (*BOE*, n.º 275, de 17 de noviembre) (1). El nuevo Título VI de la Ley del Mercado de Valores (LMV), bajo la rúbrica «Fondo de garantía de inversiones», introduce el régimen legal básico de esta nueva institución, que no existía previamente en España. Dicha regulación se contiene en el artículo 77 de la LMV. Además aparecen referencias al fondo de garantía de inversiones en los artículos 67.2 k, 73.j, 76.1.d y 84.1.f del nuevo texto de la mencionada LMV. El desarrollo reglamentario del régimen legal contenido en la LMV se llevó a cabo mediante el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores (*BOE*, n.º 186, de 4 de agosto) (2).

Luego se dictaron la Orden de 14 de noviembre de 2001 por la que se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar las disposiciones de desarrollo del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores (*BOE*, n.º 281, de 23 de noviembre), y la Circular 2/2001, de 23 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información a facilitar por las sociedades y agencias de valores a la sociedad gestora del Fondo de Garantía de Inversiones y sobre valoración de valores e instrumentos financieros no cotizados, a efectos de determinación de la base de cálculo de la aportación conjunta anual al Fondo (*BOE*, n.º 282, de 24 de noviembre).

Posteriormente se modificó el régimen jurídico de los fondos de garantía de inversiones. Como novedad destacada hay que señalar la desaparición de la posibilidad de crear más de un fondo de garantía de inversiones. El artículo 96 de la Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social (*BOE* n.º 313, de 31 de diciembre) modificó el artículo 77 de la LMV en tal sentido. Asimismo dio nueva redacción a varios artículos del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inver-

sores. También estableció, añadiendo una disposición adicional 19ª a la LMV, que las sociedades gestoras de carteras deberán integrarse (antes del 1 de febrero de 2003) en el fondo de garantía de inversiones, ya creado (quedando exentas de la obligación de contratar un seguro de responsabilidad civil), y que todas las referencias contenidas en las disposiciones reglamentarias sobre la materia a las sociedades y agencias de valores han de entenderse hechas a todas las empresas de servicios de inversión.

II. FINALIDAD

Todo instrumento de garantía en el sistema financiero afianza su estructura y favorece un mejor funcionamiento como consecuencia del incremento de la confianza de quienes participan en el mismo: emisores, intermediarios, inversores y demás entidades públicas y privadas. En el sector bancario existen los fondos de garantía de depósitos, regulados por el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito (*BOE*, n.º 307, de 21 de diciembre) (3). En el preámbulo de este decreto se indica que en España «los fondos de garantía de depósitos se han caracterizado, tradicionalmente, por su doble finalidad de asegurar los depósitos y la del saneamiento y reflotamiento de entidades de crédito en dificultades». De hecho, cuando es posible conseguir el saneamiento de la entidad, se alcanza también la otra finalidad de asegurar los depósitos (incluso al cien por cien), como sucedió en el caso Banesto. Cuando no es posible reflotar la entidad, sólo se hace efectiva la garantía (por cuantía limitada) del fondo.

En la regulación del fondo de garantía de inversiones, sin embargo, no se contempla como finalidad el saneamiento de la empresa de servicios de inversión que no pueda cumplir las obligaciones contraídas con sus clientes. La situación concursal consecuencia de ese incumplimiento es el primer presupuesto de hecho contemplado para que se haga efectiva la garantía (art. 5.1.a RD 948/2001 y art. 77.7 a y b LMV); pero el objetivo de reflotar la empresa será más bien consecuencia de la aplicación de la legislación concursal en su caso (4). La regulación específica del Fondo de Garantía de Inversiones (FGI) se fija como única finalidad garantizar al inversor el retorno de una garantía mínima. Así en el preámbulo del RD 948/2001 se indica que la finalidad de los sistemas de indemnización de los inversores es ofrecer a éstos «una cobertura cuando no puedan obtener de una empresa de inversión o de una entidad de crédito el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan y que aquéllas tuvieran en depósito con motivo de la realización de servicios de inversión» (5).

En el ámbito bancario, las entidades de crédito adoptan una posición de riesgo cuando desempeñan su papel de intermediación en el crédito. Son deudoras de los clientes de pasivo y acreedoras de los clientes de activo. El entramado de relaciones jurídico económicas en las que participa una entidad de crédito es realmente importante y significativo en el sistema financiero. Aumenta en función de la mayor dimensión de la entidad de crédito. Existe un verdadero «riesgo sistémico» para el caso de quiebra de una entidad de crédito. De ahí que se asigne a los fondos de garantía de depósitos (FGD) como finalidad también propia la del reflotamiento de la entidad en crisis. Se pretende así evitar el riesgo sistémico y evitar en lo posible el impacto de la crisis de una entidad sobre el sistema financiero.

En el caso de las empresas de servicios de inversión, la situación jurídica y económica es diferente (6). La empresa no es parte en la operación económica inversora. Participa como intermediario; pero no asume riesgo alguno. Éste recae por completo en el inversor. El riesgo de pérdida o menor ganancia en la inversión no es objeto de protección por el fondo de garantía de inversiones (art. 4.3 RD 948/2001). La garantía se circunscribe al riesgo de pérdida de los activos (efectivo o valores) que la empresa de servicios de inversión ha de gestionar, por imposibilidad de cumplimiento de las obligaciones de ésta. Entiende el legislador que en este supuesto no hay riesgo sistémico. Por tanto no asigna al correspondiente FGI la finalidad de reflotar la empresa de servicios de inversión en crisis. Se limita a ofrecer al pequeño inversor una garantía que no supera los 20.000 euros (art. 6.1 RD 948/2001).

Probablemente sea esta finalidad el objetivo mínimo que se pretenda alcanzar en nuestro ordenamiento jurídico. Cuando se inició el sistema de protección a los inversores en el ordenamiento jurídico anglosajón de los Estados Unidos de Norteamérica (*Securities Investor Protection Act of 1970*), se señalaban los cuatro objetivos siguientes (Fernández de Araoz, 1996: 172):

— la protección de los inversores de las consecuencias financieras que se derivarían para ellos de la insolvencia del intermediario;

— aislar al resto de la economía de las perturbaciones que pudieran derivarse de la insolvencia de uno o varios intermediarios;

— lograr un incremento global en la responsabilidad financiera colectiva de los intermediarios autorizados, y

— eliminar o reducir los riesgos que suponen para la clientela las conductas fraudulentas que generan pérdidas.

El considerando 4 de la Directiva 97/9 señala la protección de los inversores y el mantenimiento de la confianza en el sistema financiero como importantes objetivos en orden al buen funcionamiento del mercado interior. En todo caso, el legislador comunitario es consciente de que «ningún sistema de supervisión puede ofrecer una garantía completa», particularmente en el caso de que se cometan actos fraudulentos (considerando 3).

Por su parte, la Ley 37/1998, por la que se traspone a nuestro ordenamiento interno la Directiva, dice en su exposición de motivos que el mecanismo del «Fondo de Garantía de Inversiones», «con una cierta similitud a los Fondos de Garantía de Depósitos de las entidades de crédito, indemnizan a los inversores en los casos de insolvencia o de situaciones concursales de las empresas de servicios de inversión que originen la indisponibilidad de efectivos o valores que un inversor hubiera confiado a aquéllas, sin que ello represente, en ningún caso, el que el sistema cubra riesgo de crédito alguno o pérdidas en el valor de una inversión en mercado» (7).

Debido a la similitud en la regulación de los fondos de garantía de depósitos y de inversiones, y su integración sistemática en el RD 948/2001, se hace aquí referencia a uno y otro tipo de sistema de garantía. Sin embargo, el desarrollo del presente trabajo se centrará solamente en el análisis del régimen jurídico del fondo de garantía de inversiones.

III. SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE LOS INVERSORES

Con anterioridad a la reforma de la LMV llevada a cabo en 1998, las entidades que podían realizar operaciones de intermediación por cuenta de terceros en los mercados de valores eran las sociedades y agencias de valores. En aplicación de la Directiva 93/22 (de servicios de inversión), la nueva redacción de la LMV (art 65) estableció la posibilidad de que las entidades de crédito puedan realizar todas las actividades propias de los servicios de inversión (8). Así pues, al publicarse el RD 948/2001, de 3 de agosto, las entidades que podían, y pueden en la actualidad, realizar operaciones por cuenta ajena en los mercados de valores son las sociedades y agencias de valores, que son empresas de servicios e inversión (art. 64 LMV), y las entidades de crédito, que no son empresas de servicios de inversión (art. 65 LMV).

A la hora de afrontar la regulación de un sistema de garantía para los inversores, cabe, desde un punto de vista de técnica legislativa, una doble posibilidad:

a) Todas las entidades que prestan servicios de inversión protegidos han de participar en un fondo de garantía de inversiones.

b) Sólo empresas de servicios de inversión que presten dichos servicios formarán parte de un fondo de garantía de inversiones. El fondo de garantía de depósitos en que participe una entidad de crédito que preste servicios de inversión protegidos ha de proporcionar similares coberturas a los inversores clientes de tal entidad en comparación con las coberturas prestadas por los fondos de garantía de inversiones.

El artículo 2.1 de la Directiva 97/9 permite ambas posibilidades. El legislador español optó por la segunda opción. El artículo 77.5 de la LMV establece la participación en un fondo de garantía de inversiones sólo para empresas de servicios de inversión. No incluye a las entidades de crédito (9). Cuando se lleva a cabo el desarrollo reglamentario del artículo 77 de la LMV (Fondo de Garantía de Inversiones) se aborda la protección de los inversores en su totalidad, ya sean éstos clientes de entidades de crédito o de empresas de servicios de inversión. Pero, evidentemente, se mantiene la segunda opción legislativa señalada. Por tanto, se regula, por una parte (Capítulo I), la nueva figura del fondo de garantía de inversiones y, por otra (Capítulo II), se modifica el régimen jurídico de los fondos de garantía de depósitos, contenido en el RD 2606/1996.

Esa pretensión omnicomprensiva del RD 948/2001 se pone de manifiesto en el texto de su artículo 1.1.: «El presente Real Decreto tiene por objeto regular los sistemas de indemnización de los inversores, tanto de empresas de servicios de inversión como de entidades de crédito, en virtud de lo establecido en el artículo 77 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, Ley del Mercado de Valores) y en los artículos 2ter, 3 y 5 del Real Decreto-ley 18/1982, de 24 de septiembre, relativo a los fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito, según la redacción de los mencionados preceptos contemplada en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores».

El RD 948/2001 lleva a cabo, pues, la regulación completa de los sistemas de indemnización de los inversores, sin limitarse al fondo de garantía de inversiones. De ahí que el título del Decreto sea «sobre sistemas de indemnización de los inversores», y no sólo sobre el fondo de garantía de inversiones. Ahora bien, el Decreto contiene un desarrollo reglamentario completo del artículo 77 de la LMV, es decir, regula de forma completa el fondo de garantía de inversiones. Sin embargo, no ocurre esto mismo con los fondos de garantía de depósitos, cuya regulación se encuentra en las disposiciones ya reseñadas. El Decreto no incluye una completa regulación de los fondos de garantía de depósitos en establecimientos bancarios, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Se ocupa sólo de introducir las modificaciones necesarias en el Real Decreto 2606/1996 para establecer una cobertura similar a la del fondo de

garantía de inversiones cuando éstas se han llevado a cabo a través de una entidad de crédito. Así se garantiza una cobertura similar cuando los inversores reciban los servicios protegidos por parte de una entidad de crédito. En este caso la garantía viene asegurada por la cobertura que ofrece el respectivo Fondo de Garantía de Depósitos, es decir, uno de estos tres: en Establecimientos Bancarios, en Cajas de Ahorros o en Cooperativas de Crédito.

Con buenos criterios didácticos, el artículo 1.3 del RD 948/2001 expone el esquema de los sistemas de indemnización que establece. Son dos:

a) Uno que se instrumenta, mediante un fondo de garantía de inversiones, de nueva creación, para las empresas de servicios de inversión, así como para las sucursales en España de empresas de servicios de inversión extranjeras.

b) Otro que se instrumenta mediante los fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito ya existentes.

Por una u otra vía, lo que se pretende, de conformidad con el artículo 1.2 del RD 948/2001, es ofrecer a los inversores una cobertura cuando no puedan obtener de una empresa de inversión, o de una entidad de crédito, el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan y que aquéllas tuvieran en depósito con motivo de la realización de servicios de inversión, o de la actividad complementaria de depósito y administración de valores o instrumentos financieros, en los términos y con los límites establecidos en el propio Decreto. La norma está recogiendo lo dispuesto en el artículo 77.1 de la LMV, si bien con alguna precisión dogmática que conviene poner de manifiesto.

El artículo 77.1 de la LMV dispone textualmente: «Se crearán uno o varios fondos de garantía de inversiones para asegurar la cobertura a que se refiere el apartado 7 de este artículo con ocasión de la realización de los servicios previstos en el artículo 63, así como de la actividad complementaria de depósito y administración de instrumentos financieros». Según el artículo 63.4 de la propia LMV, las actividades complementarias se prestarán sobre:

«*a)* Los valores negociables, en sus diferentes modalidades, incluidas las participaciones en fondos de inversión y los instrumentos del mercado monetario que tengan tal condición.

b) Los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 2 de la presente Ley.

c) Los instrumentos del mercado monetario que no tengan la condición de valores negociables».

No hay que entrar aquí y ahora en el examen y debate doctrinal del concepto de valor negociable y su relación con la expresión «instrumento financiero». Baste indicar que una interpretación literal del artículo 77.1 de la LMV podría llevar a excluir del mismo los valores negociables, de forma que la cobertura del fondo de garantía de inversiones en el caso de depósito o administración se limitaría a los instrumentos financieros en sentido restringido, esto es, excluyendo los valores negociables. Parece evidente que cuando el artículo 63.4 incluye los instrumentos financieros en su apartado b), es porque no los entiende incluidos en el a) (valores negociables), siendo algo distinto. De ahí la ampliación del ámbito de aplicación de la LMV que supuso la inclusión de los instrumentos financieros en 1998 en el artículo 2º de la Ley de Mercado de Valores.

Hay que entender que cuando el legislador utiliza la expresión «instrumentos financieros» en el artículo 77.1 de la LMV lo hace en un sentido genérico, que ha de incluir los valores negociables. Ciertamente, la redacción del precepto en este caso lleva a que exista un sentido anfibológico de la expresión: unas veces se utiliza en sentido estricto, como sucede en los artículos 2 y 63.4 de la LMV, y otras, como en el artículo 77.1, se emplea en un sentido amplio, incluyendo los valores negociables. Esta interpretación queda corroborada por el tenor literal visto del artículo 1.2 del RD 948/2001 cuando refiere la actividad complementaria de depósito y administración a «valores o instrumentos financieros» (el artículo 77.7 LMV utiliza la expresión «valores o instrumentos»). Por tanto, salvo que del contexto se deduzca otra cosa, como regla general, cuando aquí se haga referencia a las operaciones objeto de cobertura, se habrá de entender que, ya se diga valores o instrumentos financieros, se incluyen unos y otros.

El esquema, pues, de la cobertura ofrecida por los sistemas de indemnización de los inversores es el siguiente:

- Beneficiarios: inversores o, más exactamente, pequeños inversores.

- Operaciones:

a) Depósito de dinero y de valores o instrumentos financieros con motivo de la realización de servicios de inversión (básicamente, compras o ventas).

b) Depósito y administración de valores o instrumentos financieros.

- Intermediarios:

a) Entidades de crédito (fondos de garantía de depósitos).

b) Empresas de servicios de inversión (fondo de garantía de inversiones).

Como ya se anunció, aquí se examinará solamente el régimen jurídico del fondo de garantía de inversiones.

IV. CONFIGURACIÓN JURÍDICA

1. Concepto

El concepto de fondo de garantía de inversiones viene dado por el artículo 2.4 del RD 948/2001, recogiendo el contenido del artículo 77.2 de la LMV. Conforme al citado precepto reglamentario, cada «fondo se constituirá como un patrimonio separado, sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión se encomendará a una Sociedad Gestora».

Tres son, pues, las características que desde una perspectiva jurídica destacan en la configuración del fondo de garantía de inversiones:

1) Se trata de un patrimonio separado.

2) No tienen personalidad jurídica.

3) Su representación y gestión corresponden a una sociedad gestora.

1) Se trata de un patrimonio separado adscrito a un fin. En este caso, el fin es la cobertura de determinadas operaciones realizadas por empresas de servicios de inversión por encargo de sus clientes. La existencia de patrimonios separados adscritos a un fin por disposición legal constituye ya un recurso jurídico repetidas veces adoptado en nuestro ordenamiento. Todo patrimonio separado supone una excepción al principio general de responsabilidad patrimonial universal establecido en el artículo 1911 del Código Civil (Fernández de Araoz, 1996: 176). Los bienes «separados» no responden ya, como el resto del patrimonio, bajo el principio de responsabilidad patrimonial universal, a efectos del cumplimiento de las obligaciones del titular deudor. Sólo están afectos al fin asignado.

En el caso de un fondo de garantía de depósitos los bienes «separados» dejan de estar administrados por el titular del patrimonio del que proceden. Junto con otros bienes aportados por otros sujetos, constituyen el patrimonio único del fondo destinado a la finalidad indicada. Como peculiaridad de este tipo de fondos, hay que indicar que los únicos sujetos que pueden y deben hacer aportaciones son las empresas de servicios de inversión.

2) Los fondos de garantía de depósitos sí tienen personalidad jurídica (10). Sin embargo, el fondo de garantía de inversiones carece de ella (11). Se da acogida, aquí, una vez más a la figura del *trust* anglosajón. Desde un punto de vista dogmático, se puede presentar el *trust* y el patrimonio separado como dos instituciones jurídicas diferentes. El segundo tiene mejor encuadre dogmático e histórico en el ordenamiento jurídico español. El primero es el que en realidad tiene presente el legislador cuando «importa» la configuración jurídica de la nueva institución regulada. En la práctica, y con independencia de disquisiciones teóricas, se trata de mecanismos jurídicos que funcionan de forma similar y permiten conseguir el mismo fin: hay un patrimonio afecto a un fin (12).

Probablemente, la figura del *trust*, de más difícil encaje en nuestro ordenamiento jurídico, ponga más de relieve el carácter fiduciario de la institución (13). Se subraya, no ya el fin material de prestar una cobertura, sino el formal (sin dejar de ser real) de ofrecer una seguridad y una confianza a beneficiarios concretos. La garantía se hará efectiva, siendo percibida la prestación por los beneficiarios, en el momento en que se den las situaciones de hecho para las que está establecida.

En los fondos de inversión mobiliaria, que también se configuran en torno a la institución del *trust*, los partícipes son copropietarios del patrimonio del fondo, pudiendo reembolsar sus participaciones (art. 2.2 Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva). En el fondo de garantía de inversiones, por el contrario, no se reconoce a las empresas de servicios de inversión un derecho de propiedad sobre el fondo. Es más, expresamente el RD 948/2001 dispone lo contrario: «Las aportaciones se realizarán siempre en efectivo y no serán objeto de devolución a las entidades aportantes» (art. 8.5). «Toda sociedad o agencia de valores que cause baja voluntaria o sea excluida del correspondiente Fondo de Garantía de Inversiones no tiene derecho alguno a la restitución de las aportaciones anuales y derramas realizadas excepto en el supuesto previsto en el artículo 10». (art. 12.8) (14). Se trata, pues, de patrimonios separados, sin titular. No tienen personalidad jurídica; pero sí una cierta «entitación», en cuanto gozan de representación, que ostenta la sociedad gestora.

3) Al carecer el fondo de garantía de inversiones de estructura orgánica, no cuenta con órgano de representación ni de administración. Por eso, su representación y gestión se encomienda a otro ente, que sí tiene personalidad jurídica por tratarse de una sociedad anónima. Así, la sociedad gestora ostenta la representación y las facultades de administración de un patrimonio sin titular dominical. Hay que entender, pues, que esa representación y facultades de gestión son las máximas y tienen carácter general. El carácter fiduciario de la estructura jurídica del fondo hace que la sociedad gestora no

pueda actuar en su propio interés, sino en función de la finalidad asignada al fondo, de forma que estén debidamente atendidos los legítimos intereses y expectativas de los beneficiarios. En definitiva, la sociedad gestora ha de gestionar el patrimonio del fondo, con sujeción a la normativa que le es aplicable, buscando la mejor conservación del mismo para que, llegado el caso, se pueda hacer efectiva la cobertura de que gozan los inversores.

2. Número

El artículo 2.1 de la Directiva 97/9 permite que cada Estado opte por la implantación de uno o más sistemas de indemnización de los inversores. El legislador español optó por un sistema doblemente pluralista. No se ha optado por un único fondo que dé cobertura a todos los inversores protegidos.

Por una parte, como se ha indicado, se establecen dos sistemas que dan cobertura a los inversores: el sistema de los fondos de garantía de depósitos, donde se encuentran incluidos los inversores clientes de entidades de crédito, y el sistema de los fondos de garantía de inversiones, donde se incluyen los clientes de las empresas de servicios de inversión.

Por otra parte, dentro de cada sistema, se contemplaba la existencia de una pluralidad de fondos. En el ámbito de las entidades de crédito, ya se ha señalado que de hecho existen tres fondos de garantía de depósitos: en Establecimientos Bancarios, en Cajas de Ahorros, y en Cooperativas de Crédito. En el ámbito de las sociedades y agencias de valores el legislador contempla la posibilidad de que existieran varios fondos. El artículo 77.1 de la LMV decía que se «crearán uno o varios fondos de garantía de inversiones». Esta opción pluralista dentro de los fondos de garantía de inversiones ha sido criticada. La posibilidad de crear uno o varios fondos incluida en el proyecto de ley no se contemplaba en el anteproyecto y borradores previos (Fernández de Araoz, 1996: 177). Según este autor, no se alcanza bien a ver las razones que podrían sustentar la creación de varios fondos. Además señala que las medidas de control y normas de conducta hacen que un fondo de garantía de inversiones intervenga con carácter excepcional o residual. Un solo fondo parece suficiente para atender la eventual insolvencia de una empresa de inversión. «Por último, ni el Derecho comparado, ni los precedentes y experiencia existentes en el ámbito bancario con el Fondo de Garantía de Depósitos, aportan razón alguna para justificar la creación de varios FGI» (*passim*) (15).

Por el contrario, Aguilar Fernández-Hontoria, (1999: 4.764-4.765) se pronuncia a favor de una regulación flexible que «reconozca un amplio margen de libre decisión a las empresas de servicios de inversión para decidir el fondo o fondos de garantía de las inversiones a los que se adhieran». Los criterios a seguir pueden ser de tipo subjetivo (adscripción en bloque de una entidad a un fondo) o subjetivo (adscripción a distintos fondos según el tipo de operaciones).

El artículo 77.5 de la LMV remitía al desarrollo reglamentario el número de fondos y gestoras que se crearan. El RD 948/2001 contemplaba la existencia de «uno o dos fondos de garantía de inversiones, de nueva creación» (art. 1.3.a). El gobierno optó por imponer la creación de un fondo y una sociedad gestora de carácter general y ámbito nacional. A su vez, permitía que las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa pudieran crear un segundo fondo. «De crearse este segundo fondo, las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores podrán optar por uno u otro» (art. 2.2 RD 948/2001). De hecho, en aplicación del artículo 2.1 y de las disposiciones transitorias del RD 948/2001, se constituyó el Fondo «general», único actualmente existente (16).

El artículo 2.2 del RD 948/2001 contemplaba la posibilidad de crear un Fondo «bursátil» de Garantía de Inversiones, una vez que ya estaba constituido el Fondo «general». Para la creación de «este segundo fondo» el precepto reglamentario requería que «así lo acuerden y se adhiera un número suficiente» de sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores. La exigencia de un número «suficiente» de entidades adheridas constituía un requisito indeterminado que tendría que aplicar y concretar la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el proceso de autorización de la sociedad gestora y aprobación previa de sus estatutos. Es un concepto relativo. A la hora de apreciar si un número de entidades es suficiente, se debe tener presente si el patrimonio del fondo que se consigue mediante las aportaciones permite cumplir con las obligaciones frente a los inversores, según exige con carácter general el artículo 2.3 del RD 948/2001 (17). Es un criterio de referencia que se ha de tener presente, aunque también adolece de cierta indeterminación.

El legislador había previsto la posibilidad de que existieran dos fondos de garantía de inversiones. Impuso la creación de uno de carácter general, que fue constituido el 30 de noviembre de 2001 con un patrimonio inicial de 3 millones de euros (18). La regulación inicial permitía, que no imponía, la creación de un segundo fondo de garantía de inversiones de carácter especializado (sólo para sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa). Que se llegara a constituir o no ese segundo fondo era ya una cuestión de oportunidad que estaba abierta. El legislador, sin embargo, cerró la cuestión. Con la modificación introducida por el artículo 96 de la Ley 53/2002 queda sólo un fondo de garantía de

inversiones, que es el ya constituido. Ha desaparecido la posibilidad de crear ningún otro fondo de garantía de inversiones de acuerdo con la nueva redacción del artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores.

3. Entidades adheridas

Como regla general, el párrafo inicial del referido artículo 77.5 dispone: «Deberán adherirse a *los fondos* de garantía de inversiones todas las empresas de servicios de inversión españolas. Las sucursales de empresas extranjeras podrán adherirse si son de la Unión Europea. El régimen de adhesión de las sucursales de empresas de un Estado tercero se ajustará a los términos que se establezcan reglamentariamente». Esta afirmación general de que «todas» las empresas de servicios de inversión deberán adherirse ha de quedar matizada por la previsión legal contenida en la letra d) del mismo artículo 77.5, según el cual, reglamentariamente se establecerán las «excepciones de adhesión al fondo de aquellas empresas de servicios de inversión que no incurran en los riesgos mencionados en el número 1 de este artículo».

Según el artículo 64.1 de la LMV, las empresas de servicios de inversión son las sociedades de valores, las agencias de valores y las sociedades gestoras de carteras. El artículo 3.1 del RD 948/2001 disponía que serían entidades adheridas a los fondos de garantía de inversiones dichas empresas de servicios de inversión contempladas en el artículo 64.1 de la LMV, con excepción de las sociedades gestoras de carteras. En consecuencia ya no eran «todas» las empresas de servicios de inversión, sino sólo las sociedades y agencias de valores las que podían ser entidades adheridas de los fondos. Se entendía que las sociedades gestoras de carteras no incurren en los riesgos mencionados en el artículo 77.1 de la LMV: fundamentalmente la ejecución de órdenes de compra o venta, y el depósito y administración de valores e instrumentos financieros (19). Sin embargo, la Ley 53/2002 ha establecido (artículo 96.uno.4) que las sociedades gestoras de carteras se adhieran también al fondo de garantía de inversiones. La excepción que ahora contempla el artículo 3.1 del RD 948/2001, según la redacción dada por el artículo 96.dos.b) de la citada Ley 53/2002, ya no son las sociedades gestoras de carteras, sino las empresas de servicios de inversión «que gestionen sistemas organizados de negociación».

Conforme al artículo 64.4 de la LMV, el único servicio de inversión que pueden prestar las sociedades gestoras de carteras es la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores (art. 63.1.d LMV). También pueden realizar actividades complementarias de asesoramiento (art. 63.2.d y f LMV). En la mayoría de los casos, para ejecutar los mandatos de los clientes, las sociedades gestoras de carteras tendrán que acudir a entidades de crédito o a sociedades y agencias de valores para la ejecución de órdenes de compra y venta o para mantener depósitos de dinero y valores o instrumentos financieros (20).

Volviendo al régimen de adhesión, el artículo 9.1 del RD 948/2001 dispone: «Las sociedades y agencias de valores tendrán la obligación de adherirse a alguno de los fondos de garantía, previstos en el artículo 2, con ocasión del procedimiento de autorización. No obstante, aquellas entidades adheridas que adquieran la condición de miembros de una Bolsa de Valores, una vez adquirido su nuevo estatus, podrán optar en su adhesión por cualquiera de los dos fondos que, en su caso, se hayan creado». El carácter obligatorio de la adhesión para las entidades españolas viene establecido en el artículo 77.5 de la LMV y en el artículo 2 del RD 948/2001. Ahora bien, tras la reforma llevada a cabo por la Ley 53/2002, ya son todas la empresas de servicios de inversión las que han de adherirse al fondo de garantía de inversión único, con lo que ha desaparecido la posibilidad de opción.

El principio general, pues, es el de la adhesión obligatoria de todas las empresas de servicios de inversión. La adhesión al fondo de garantía de inversiones es un requisito exigido para la autorización de dichas entidades (art. 67.2.k LMV). Si se deja de abonar la correspondiente cuota de aportación, pueden ser suspendidos los efectos de la autorización (art. 76.1.d LMV; artículo 12.4.b RD 948/2001). Y si la empresa deja de pertenecer al fondo, será revocada la autorización para ejercer su actividad (art. 73.j LMV; artículo 12.5 RD 948/2001).

El régimen aplicable a las empresas de servicios de inversión extranjeras es diferente. Dentro de éstas, hay que distinguir entre las autorizadas en un estado miembro de la Unión Europea y las que sean de un estado tercero. Para las primeras, hay opción. Para las segundas, se impone la obligación de adhesión.

El artículo 77.5 de la LMV, siguiendo el artículo 7.1 de la Directiva 97/9, establece que las «sucursales de las empresas extranjeras podrán adherirse si son de la Unión Europea». El artículo 3.2 del RD 948/2001 desarrolla la LMV incorporando con más detalle el contenido del precepto de la Directiva. Dispone así: «Podrán optar, si lo deciden, a ser entidades adheridas al Fondo de Garantía de Inversiones para no miembros de las Bolsas de Valores las sucursales de empresas de servicios de inversión autorizadas por otro Estado de la Unión Europea que no limiten su actividad a la gestión discrecional e individualizada de carteras, con el fin de

completar la cobertura ofrecida por el sistema de dicho Estado». Hay que destacar cuatro notas:

a) Como ocurría antes en el caso de las entidades españolas, se excluyen aquí las entidades equivalentes a las sociedades gestoras de carteras.

b) Es una posibilidad que se ofrece a dichas entidades de otros estados de la Unión Europea. No se impone la adhesión. La entidad puede optar por adherirse o no (21).

c) La finalidad de la adhesión es la cobertura solamente de la diferencia que pueda existir entre la ofrecida en España y la menor del estado de procedencia (22).

Por lo que se refiere a las sucursales de empresas de servicios de inversión de terceros estados, el artículo 77.5 de la LMV se remite al desarrollo reglamentario. El artículo 3.3 del RD 948/2001 incorpora el artículo 11 de la Directiva 97/9 en los siguientes términos: «Las sucursales de empresas de servicios de inversión con sede social en un Estado no perteneciente a la Unión Europea, autorizadas para operar en España, deberán acreditar su pertenencia a un fondo similar en su país de origen que proporcione una protección análoga a la ofrecida por el fondo regulado por este Real Decreto. De lo contrario, estarán obligadas a estar adheridas al Fondo de Garantía. En este supuesto, se establecerán acuerdos de colaboración en los mismos términos previstos en el apartado 2 anterior». Hay que subrayar tres notas:

a) La Directiva permite a los estados miembros optar en este caso por imponer o no el ingreso en un sistema de indemnización de los inversores.

b) El Decreto se refiere sólo a entidades extranjeras autorizadas para operar en España.

c) Se exige la existencia de cobertura. Si ésta se proporciona desde el país de procedencia en términos similares a los de España, la entidad no tiene que adherirse a ningún fondo español. De lo contrario, es obligatoria la adhesión para cubrir la diferencia que pueda existir en la protección dispensada a los inversores (23).

V. RÉGIMEN ECONÓMICO

La Directiva 97/9 no marca pautas a los estados miembros en relación con el régimen financiero de los fondos de garantía de inversiones. La LMV, por su parte, se limita a disponer que el presupuesto estimativo de *los fondos* ha de ser aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 77.3) y a remitir al desarrollo reglamentario las siguientes cuestiones (art. 77.8):

- El régimen presupuestario, con las posibilidades de endeudamiento.

- El régimen de inversión de los recursos que integren el patrimonio de los fondos, que se inspirará en los principios de rentabilidad y liquidez para cumplir con rapidez sus compromisos.

- Las reglas para determinar el importe de las aportaciones que deban hacer las entidades adheridas, el cual deberá ser suficiente para la cobertura de la garantía proporcionada.

- La periodicidad con que deberán hacer las aportaciones y el régimen de recargos por morosidad.

El desarrollo reglamentario de la previsión legal se lleva a cabo en el extenso artículo 8 del RD 948/2001, que se ocupa del régimen económico del fondo de garantía de inversiones, y al que la Ley 53/2002 ha dado nueva redacción.

1. Aportaciones

Las entidades adheridas al fondo de garantía de inversiones deberán realizar una aportación anual equivalente a la suma de las siguientes cantidades:

a) Un importe fijo que se corresponde con la siguiente escala: 20.000 euros, para las empresas de servicios de inversión cuyos ingresos brutos por comisiones sean inferiores a 5 millones de euros; 30.000, si se encuentran entre 5 y 20 millones de euros, y 40.000 cuando sean superiores a 20 millones de euros.

b) El 2 por 1.000 del dinero, más el 0,05 por 1.000 del valor efectivo de los valores e instrumentos financieros en ellas depositados o gestionados, correspondientes a clientes cubiertos por la garantía.

c) El resultado de multiplicar el número de clientes cubiertos por la garantía por el 0,15 por 1.000 del importe mínimo a que se refiere el artículo 6.1. (art. 8.1 RD 948/2001) (24). Las aportaciones de las nuevas entidades adheridas se realizarán en la fecha de adhesión (art. 10.3 RD 948/2001).

Como dispone el artículo 8.5 del RD 948/2001, las aportaciones irán destinadas a cubrir las necesidades derivadas de las funciones atribuidas a los fondos. Se calcularán y materializarán a partir de la fecha de cierre de cada ejercicio en al menos dos desembolsos, en los porcentajes que fije la sociedad gestora correspondiente a la vista de las necesidades del fondo. Las aportaciones se realizarán siempre en efectivo y no serán objeto de devolución a las entidades aportantes.

Cuando el patrimonio del fondo alcance una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines, el ministro de Economía, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá acordar la disminución de dichas aportaciones. En todo caso, las aportaciones se suspenderán cuando el patrimonio no comprometido en operaciones propias del objeto del fondo supere la resultante de multiplicar la cobertura máxima prevista en el artículo 6.1 —20.000 euros— por el 5 por ciento del número de clientes cubiertos por la garantía del total de entidades adheridas al Fondo en el ejercicio anterior (artículo 8.3 RD 948/2001) (25).

Cuándo se entiende que el patrimonio del fondo alcanza una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines es una cuestión no determinada con precisión, que se deja al criterio de la autoridad administrativa en materia económica. La autoridad y el órgano de supervisión decidirán en función de las circunstancias y coyuntura económica. Pero la posible discrecionalidad está limitada; en todo caso, se entenderá que el patrimonio es suficiente cuando supere la referida cifra resultante de multiplicar 20.000 (en la actualidad) por el 5 por ciento del número total de clientes protegidos por la cobertura de la garantía del Fondo. En tal supuesto, la suficiencia patrimonial implica, no ya la reducción de las aportaciones, sino la suspensión de las mismas. La disminución de las aportaciones se configura como una facultad. La suspensión, cuando se da el requisito exigido, no es una facultad, sino una obligación: necesariamente se ha de llevar a efecto.

Estas limitaciones son coherentes con la naturaleza y la finalidad del fondo de garantía de inversiones. No es un patrimonio propiedad de quienes hacen las aportaciones buscando su capitalización. Alcanzada la capacidad de cobertura que está destinado a prestar, no hay necesidad, y por tanto tampoco justificación, de continuar haciendo aportaciones.

Como ya se indicó, el artículo 77.8.d de la LMV establece la rentabilidad y la liquidez como principios que han de regir a la hora de invertir los recursos que integran el patrimonio del fondo. Siguiendo tales criterios, el artículo 8.8 del RD 948/2001 dispone que «el patrimonio no comprometido del fondo deberá estar materializado en deuda pública o en otros activos de elevada liquidez y bajo riesgo». De donde se deduce que:

a) Ha de existir liquidez para afrontar los pagos comprometidos.

b) Prima la seguridad y ausencia de riesgo en la inversión frente a la rentabilidad.

c) La inversión ha de hacerse en activos de elevada liquidez, como es la deuda pública, a fin de poder atender, llegado el caso, con facilidad y sin significativos costes financieros, los pagos a que hubiere lugar.

En caso de adhesión al fondo de garantía de inversiones por parte de una entidad de nueva creación, y por tanto sin actividad previa, se desembolsará en la fecha de la incorporación al fondo el importe establecido como aportación mínima inicial en el presupuesto anual correspondiente aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 10.2 RD 948/2001).

2. Presupuesto anual

El artículo 8.5 del RD 948/2001 dispone que la sociedad gestora elaborará un presupuesto anual, que coincidirá con el año natural, el cual incluirá el importe de la comisión de gestión en favor de la sociedad gestora, el importe provisional de la aportación anual que será requerido de las entidades adheridas y, en su caso, las posibles financiaciones con entidades financieras. Este presupuesto deberá incorporar el detalle explicativo de la aportación anual provisional exigible a cada entidad adherida (26).

Junto al citado detalle explicativo de la distribución individual por entidades adheridas de la aportación conjunta anual, el presupuesto anual deberá incluir una descripción del método de cálculo del importe previsto como aportación inicial mínima a aplicar a las empresas de servicios de inversión residentes de nueva creación o, en su caso, a las nuevas sucursales de empresas extranjeras, que puedan incorporarse al fondo en el curso del año.

La aprobación del presupuesto anual con el cálculo provisional de la aportación conjunta anual, su distribución entre entidades y el resto de informaciones que ha de incorporar deberá realizarse por parte de la sociedad gestora correspondiente antes del 31 de marzo de cada año, y el primer desembolso de la aportación anual por parte de las entidades adheridas tendrá lugar antes del 31 de mayo sobre la base de los cálculos provisionales. El segundo desembolso habrá de hacerse antes del 30 de septiembre, tras los ajustes que fueran necesarios como consecuencia del cálculo final de la aportación de cada entidad adherida, una vez considerada la información definitiva auditada del último ejercicio cerrado (27).

3. Criterios de valoración

Conforme al artículo 8.4 del RD 948/2001, la sociedad gestora del fondo determinará la base para el cálculo del importe provisional de la aportación conjunta anual de las entidades adheridas a éste a partir de las informaciones que, siguiendo las instrucciones que ella

establezca al respecto, le sean suministradas por las sociedades y agencias de valores adheridas al correspondiente fondo sobre el valor de las cuentas o posiciones de dinero, valores e instrumentos financieros pertenecientes a los inversores que hayan estado depositados o registrados en el ejercicio anterior al del año al que se refiera el presupuesto anual, de acuerdo con el siguiente procedimiento:

a) Para las cuentas o posiciones de dinero de los inversores, se tomará como valor efectivo base la media de los saldos en balance a fin de cada uno de los meses del ejercicio en los cuales la entidad adherida haya tenido la obligación de remitir estados financieros a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Para los valores e instrumentos financieros, se tomará como valor efectivo base el valor de cotización del último día de negociación del año en el mercado secundario correspondiente de aquellas cuentas o posiciones de valores o instrumentos financieros de los inversores existentes al final del ejercicio. Cuando entre estas últimas figuren valores e instrumentos financieros no negociados en un mercado secundario, español o extranjero, su base de cálculo vendrá dada por su valor nominal o por el de reembolso, que resulte más propio del tipo de valor o instrumento financiero de que se trate, salvo que se haya declarado o conste otro valor más significativo a efectos de su depósito o registro (28).

Al objeto de disponer de la información necesaria para la elaboración del presupuesto anual y para los cálculos de las aportaciones de las entidades adheridas y demás informaciones contenidas en dicho presupuesto, la sociedad gestora recabará cuantos datos precise de las entidades adheridas al fondo (29).

4. Derramas

Cuando la sociedad gestora del fondo prevea que los recursos patrimoniales y financiaciones disponibles por éste en el curso de un ejercicio sean insuficientes para el cumplimiento de sus funciones y obligaciones, el Consejo de Administración de la sociedad gestora deberá adoptar las medidas necesarias para subsanar el desequilibrio financiero, pudiendo requerir a las entidades adheridas la realización de las derramas necesarias. Estas derramas se distribuirán entre las entidades adheridas en la misma proporción que sus aportaciones al Fondo en los tres ejercicios precedentes o desde que la entidad se haya adherido al fondo, cuando no haya completado dicho plazo, considerando a estos efectos como primer ejercicio computable el ejercicio 2003. El importe de las derramas no podrá exceder la cuantía necesaria para eliminar el desequilibrio. Las derramas habrán de efectuarse en la fecha que establezca la sociedad gestora, previa puesta en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, según dispone el artículo 8.7 del RD 948/2001.

La posibilidad de establecer derramas encuentra su justificación en el mandato legal contenido en el artículo 77.8.e de la LMV, según el cual el importe global de las aportaciones «deberá ser suficiente para la cobertura de la garantía proporcionada». En consecuencia, tanto en circunstancias «normales» de posible insuficiencia de las aportaciones calculadas conforme a los criterios previstos en el artículo 8.4 del RD 948/2001, ante eventos no previstos, cual es el pago de indemnizaciones sin recuperación, que impliquen un desequilibrio patrimonial sobre las previsiones en las que se haya asentado el presupuesto anual, se deberá alcanzar el nivel adecuado de recursos mediante la aportación de las correspondientes derramas por parte de las entidades adheridas al fondo de garantía de inversiones.

Si para efectuar el pago de las indemnizaciones fuere necesario, las sociedades gestoras podrán concertar, por cuenta del fondo, préstamos y créditos con entidades financieras para cumplir con sus obligaciones. La sociedad gestora deberá dar cuenta de esta actuación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 11 RD 948/2001).

VI. COBERTURA

1. Actividades protegidas

Las actividades objeto de cobertura por el fondo de garantía de inversiones, que han de ser realizadas por una empresa de servicios de inversión adherida al mismo, son las siguientes (art. 2.2 Directiva 97/9, artículo 77.7 LMV, art. 4.1. RD 948/2001):

a) Los servicios de inversión previstos en el artículo 63.1 de la LMV prestados en la Unión Europea por la empresa de servicios de inversión, cuando den lugar a que ésta tenga en depósito dinero o valores e instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes.

b) La actividad complementaria prevista en el párrafo a) del apartado 2 del mencionado artículo 63, cuando el depósito de los valores o instrumentos pertenecientes a los clientes sea prestado por la empresa de servicios de inversión en territorio de la Unión Europea.

c) Los servicios y actividades complementarias mencionados en los párrafos *a)* y *b)* anteriores realizados fuera del territorio de la Unión Europea, con excepción de los realizados en territorios definidos como paraísos fiscales por la legislación vigente o en un país o territorio que carezca de órgano supervisor de los mercados

de valores, o cuando, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la Comisión Nacional del Mercado de Valores (30).

No gozarán de garantía los valores e instrumentos financieros confiados a sucursales de entidades españolas localizadas en países no comunitarios que dispongan de sistemas nacionales de indemnización de los inversores equivalentes a los españoles.

Dentro de los valores garantizados se incluirán, en todo caso, los que hayan sido objeto de cesión temporal y sigan anotados o registrados en la entidad cedente.

Como ya se indicó, el riesgo protegido es el derivado de la relación jurídica del inversor con la empresa de servicios de inversión. No cubre la relación jurídica del inversor con el emisor de los valores o instrumentos financieros de los que sea titular. El riesgo propio de toda inversión es asumido en su totalidad por el inversor, que se beneficia de las ganancias que obtenga, pero que asume el riesgo de pérdida propio del instrumento en el que hubiese invertido. De ahí que el artículo 5.3 del RD 948/2001 disponga taxativamente: «La cobertura del fondo no alcanzará a las pérdidas del valor de la inversión o cualquier riesgo de crédito».

Hay, pues, que distinguir los siguientes elementos:

- *Subjetivo*: la actividad ha de ser realizada por una empresa de servicios de inversión adherida al fondo de garantía de inversiones.

- *Objetivo*: se refiere a dinero y valores o instrumentos financieros gestionados a propósito de la prestación de determinados servicios de inversión.

- *Geográfico*: la actividad ha de ser desarrollada en territorio de la Unión Europea o fuera de ella; pero, en este segundo caso, con excepción de los paraísos fiscales o países sin órgano supervisor de los mercados de valores, o que éste no quiera intercambiar información con la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En caso de sucursales españolas en países no comunitarios, también se excluye la cobertura si existen sistemas nacionales de indemnización similares a los españoles.

Los servicios de inversión consistirán, por lo general, en la ejecución de órdenes de compra o venta de valores o instrumentos financieros. Dichas órdenes se ejecutarán, en la mayoría de los casos, en los mercados secundarios. Pero también se incluyen operaciones de mediación, colocación y aseguramiento de valores en los mercados primarios a través de suscripción. Además se podrán realizar operaciones fuera de mercado con instrumentos financieros que no se negocian en un mercado organizado.

El texto reglamentario contiene una redacción «reduccionista» respecto al texto legal por lo que al dinero «en tránsito» se refiere. El artículo 77.7 de la LMV establece la cobertura para «las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos que les pertenezcan». No especifica que se encuentren en poder de la entidad adherida en concepto de depósito. Sin embargo, el texto del artículo 4.2.a del RD 948/2001 se refiere a la cobertura cuando la prestación de servicios de inversión dé lugar a que la empresa de servicios de inversión «tenga en depósito dinero...». Lo normal es que el dinero esté en un depósito «transitorio» en una entidad de crédito. En este caso, el depositario es la entidad de crédito y el depositante, la empresa de servicios de inversión. El cliente es simplemente acreedor de ésta por un crédito destinado o afecto a una compra de valores u otros instrumentos financieros, o nacido como consecuencia de la venta de éstos. Es más, puede suceder en el ínterin que, instrumentado el depósito bancario en una cuenta corriente, por el juego del momento en que se efectúan cargos y abonos, se haya dispuesto de «esos» concretos recursos dado el carácter fungible del dinero. Precisamente, lo anómalo es la existencia de un depósito («cerrado»?) de dinero en efectivo en la sede de la entidad adherida. En todo caso, cualquier posible depósito o la disponibilidad de esos recursos ajenos ha de tener carácter absolutamente transitorio, ya que las empresas de servicios de inversión tienen prohibida la captación de fondos del público, salvo de forma transitoria en relación con operaciones de inversión (31).

El otro elemento objetivo sobre el que recae la cobertura son los valores e instrumentos financieros. El hecho de que estén depositados o registrados en una empresa de servicios de inversión no tendría, en teoría, por qué implicar riesgo alguno para su titular en caso de insolvencia del intermediario financiero. Los referidos activos no pertenecen a la entidad adherida al fondo de garantía de inversiones. Por tanto, en una situación concursal de ésta, no se integran en la masa activa. Los clientes no tienen la condición de acreedores en esa situación concursal. La verdadera situación de riesgo deriva de la facultad de gestión y real capacidad fáctica de disposición de los activos por parte de la entidad adherida. Los mecanismos de garantía existentes en los mercados de valores, especialmente en relación con los sistemas de compensación y liquidación, se dirigen a evitar el riesgo sistémico y a ofrecer confianza en los mercados. Pero resulta materialmente imposible impedir, llegado el caso, la actuación fraudulenta o, al menos ilegal, de la entidad adherida. Si ésta dispone ilegítimamente de los activos de los clientes, estará obligada a restituir. Cuando no lo haga, se incurrirá en impago y, posiblemente, en situación concursal. El riesgo, pues, no está tanto en la insolvencia en sí cuanto en el fraude o actuación ilegal (32), que acarreará, posiblemente, la insolvencia. Evidentemente, si, en un caso concreto,

la entidad que ha actuado ilegalmente restituye e indemniza, no se tendrá que hacer efectiva la cobertura del fondo de garantía de inversiones.

Como ya se puso de manifiesto más arriba, una interpretación conjunta de los artículos 77.1 y 63.4 de la LMV, junto con el artículo 1.2 del RD 948/2001, donde aparece por primera vez la expresión «valores o instrumentos financieros», que reiteradamente se utiliza luego a lo largo del Decreto, lleva a la conclusión de que los activos protegidos son:

a) Valores negociables.

b) Instrumentos financieros mencionados en el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores.

c) Instrumentos del mercado monetario que no tengan la condición de valores negociables.

Se trata, pues, de un amplio abanico que rebasa el concepto amplio de instrumentos financieros, al que más arriba se han dedicado algunas líneas, y que llevaría a hablar, aún más en términos económicos que jurídicos, de activos financieros. En realidad, la expresión «instrumentos financieros» en sentido amplio abarca también el supuesto de la letra *c)* anterior. Lo que ocurre es que, desde un punto de vista estrictamente legal, no quedarían incluidos dentro de ninguno de los tres supuestos de instrumentos financieros a los que se aplica la LMV, según el artículo 2 de ésta.

El supuesto de hecho de la cobertura es la no restitución de los valores o instrumentos financieros (art. 77.7 LMV y arts. 1.2 , 4.2 y 5.1 RD 948/2001). Hay valores de fácil restitución porque se pueden adquirir en un mercado secundario donde gocen de liquidez. Pero habrá instrumentos financieros, consistentes en complejos contratos, donde la restitución *stricto sensu* resulta harto difícil, aunque la entidad adherida quisiera restituir y tuviese recursos para ello. Habrá, pues, que hacer una interpretación amplia y admitir la indemnización cuando la restitución *in natura* no sea posible. Téngase presente que se puede tratar de instrumentos financieros de la complejidad de los contratos de futuros, los contratos a plazo sobre tipos de interés, los contratos financieros de opción o los contratos de permuta financiera sobre valores negociables, índices, divisas, tipos de interés u otros subyacentes (33).

2. Situaciones protegidas

Siempre que se cumplan los requisitos vistos en relación con las actividades objeto de cobertura, ésta se hará efectiva en las siguientes situaciones o circunstancias (arts. 77.7 LMV y 5 RD 948/2001):

a) Que la empresa de servicios de inversión haya sido declarada en estado de quiebra, o se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad, y esas situaciones conlleven la suspensión de la restitución del dinero o de los valores o instrumentos financieros; no obstante, no procederá el pago de esos importes si, dentro del plazo previsto para iniciar su desembolso, se levantase la suspensión mencionada (34).

b) Que la Comisión Nacional del Mercado de Valores declare que la empresa de servicios de inversión no puede, a la vista de los hechos de los que ha tenido conocimiento la propia Comisión, y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores. Para que la Comisión Nacional del Mercado de Valores pueda realizar esta declaración, será necesario que se produzcan las siguientes circunstancias:

1.ª) Que el inversor hubiera solicitado a la entidad adherida la devolución de los fondos o valores (35) que le hubiera confiado y no hubiera obtenido satisfacción en un plazo máximo de veintiún días hábiles por parte de aquélla.

2.ª) Que la entidad adherida no se encuentre en una de las situaciones previstas en el párrafo *a)* de este artículo.

3.ª) Que se dé previa audiencia a la entidad adherida, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

Cuando la afectada fuese una sucursal de una empresa de inversión con sede social en otro estado de la Unión Europea, la declaración de incumplimiento se adoptará con la colaboración de la autoridad competente de dicho estado.

La ley española, siguiendo lo dispuesto en el artículo 2.2 de la Directiva 97/9, contempla, pues, dos situaciones en las que se haría efectiva la cobertura:

- La insolvencia, cuya declaración se tramita por vía judicial.

- La presunta insolvencia apreciada por la autoridad supervisora.

A) *Insolvencia vía judicial*

El artículo 4.2 de la Directiva 97/9 sólo contempla en este caso un supuesto de insolvencia: el declarado por

el juez. Dispone que la cobertura se hará efectiva cuando «una autoridad judicial, por razones directamente relacionadas con la situación financiera de la empresa de inversión, haya dictado una resolución que tenga como efecto suspender la posibilidad de los inversores de hacer efectivos sus créditos contra dicha empresa».

El artículo 77.7 de la LMV, sin embargo, de acuerdo con la legislación concursal vigente en 1998, distingue entre quiebra y suspensión de pagos (36). En el primer caso, se requiere que la entidad adherida haya sido declarada en estado de quiebra, ya que ésta supone una nueva condición jurídica que modifica el estatus jurídico anterior del deudor (Viguera Rubio, 2000: 719-720). En el caso de la suspensión de pagos (que sólo puede instar el deudor), basta con que se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos.

Hay un requisito común: que se haya iniciado un proceso judicial. Y existe un tratamiento diferenciado: dada la gravedad de la quiebra (que también puede ser instada por los acreedores), se exige que ésta haya sido declarada por el juez. En la suspensión de pagos, sin embargo, que sólo el deudor puede solicitar, basta con que la solicitud conste en sede judicial, sin necesidad de ninguna intervención adicional de juez. Con independencia de cómo quede el régimen concursal tras los debates parlamentarios del proyecto de Ley Concursal que se tramita en las Cortes Generales (37), lo relevante desde la perspectiva de la cobertura del fondo de garantía de inversiones es que se haya iniciado un procedimiento concursal que conlleve la suspensión de la restitución del dinero o de los valores o instrumentos financieros. Esta interpretación se recoge en el texto del artículo 5.1.a) del RD 948/2001, que reúne en esa única letra las dos situaciones concursales a las que el artículo 77.7 de la LMV dedica las letras *a)* y *b)*.

El presupuesto de hecho para que se haga efectiva la garantía no es que se constate en un procedimiento concursal qué cantidad no puede pagar la entidad adherida o qué valores e instrumentos financieros no puede restituir. Esa sería una garantía mínima y absolutamente ineficiente para inducir confianza en los mercados de valores. Basta constatar que la posibilidad (en el porcentaje que fuere) de cobro o rescate de activos ha de pasar por un procedimiento concursal para que se haga efectiva la garantía. Por la cuantía que abone el fondo a los inversores, éstos dejan de ser parte como acreedores en el procedimiento concursal, subrogándose en su lugar el fondo, representado por su sociedad gestora.

Así queda recogido en el artículo 4.2 del RD 948/2001: «El fondo cubrirá la no restitución por parte de sus entidades adheridas, como consecuencia de una situación de insolvencia». Esta situación queda puesta de manifiesto en vía judicial o administrativa. Ahora bien, quizás convenga traer de nuevo aquí a colación una idea ya apuntada: en términos económicos, probablemente los sucesos acontezcan en sentido inverso. La entidad adherida no puede entregar el dinero o los activos (normalmente por alguna actuación ilegítima) y, ante la insuficiencia patrimonial de la propia entidad, ésta incurre en insolvencia. Al contrario no se tiene por qué llegar a hacer efectiva la garantía del fondo. Si una empresa de servicios de inversión quiebra (por ejemplo, como consecuencia de un continuado incremento de gastos y una simultánea disminución de ingresos) (38), tal hecho no tiene por qué afectar a los inversores que tengan identificados los fondos (subrogación real) o los valores e instrumentos financieros (39). Dichos bienes no forman parte del patrimonio de la entidad, por lo que no se integrarán en la masa de la quiebra. Ésta sólo afectará a los inversores por lo que se refiere al contrato de comisión existente con ellos. Será objeto de liquidación en el proceso concursal y la gestión relacionada con servicios de inversión encomendada a la quebrada pasará a otra entidad.

Ahora bien, si, dada la situación de insolvencia de la entidad adherida, se pone de manifiesto que hay inversores que no pueden disponer de fondos o valores e instrumentos financieros que les pertenecen, entonces se hará efectiva la garantía. Ni el regulador comunitario ni el nacional entran en las causas de la situación de insolvencia. Sólo la configuran como situación en la que ha de darse el presupuesto de hecho de la no restitución de fondos y activos para que se haga efectiva la cobertura del fondo. En la casuística, la imposibilidad de restitución podrá ser tanto causa como consecuencia de la insolvencia. Pero han de darse la una y la otra. Si sólo se da una, la garantía no se hace efectiva por innecesaria. Si sólo existe no restitución, sin insolvencia, el inversor o inversores afectados tendrán que ejercitar las actuaciones administrativas o judiciales pertinentes y su derecho se verá satisfecho. Si existe insolvencia, pero ningún inversor (en cuanto no acreedor de la entidad) se encuentra con que no se le restituyan valores o instrumentos financieros y dinero en su caso, tampoco será necesaria la garantía del fondo. En este último supuesto, lo más difícil será determinar sobre qué fondos la titularidad es de los inversores y no de la entidad, dado el carácter fungible del dinero que habrá hecho nacer un derecho de crédito a favor de los inversores.

B) *Insolvencia vía administrativa*

Puede que, a pesar de que uno o varios inversores no obtengan la restituciones de sus bienes, nadie inste un procedimiento judicial de insolvencia (40). Para inferir

confianza en los mercados y hacer efectiva la garantía es necesario que ésta no se limite a los supuestos en que los tribunales comienzan, siempre a instancia de parte, a conocer de una situación de insolvencia. De ahí que se abra también la vía administrativa. La autoridad supervisora podrá declarar, incluso de oficio, a estos efectos la situación de insolvencia.

Este supuesto de cobertura es el primero que contempla el artículo 2.2 de la Directiva 97/9, disponiendo que aquélla se hará efectiva cuando «las autoridades competentes hayan comprobado que, desde su punto de vista, la empresa de inversión de que se trate se encuentra, de momento y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, en la imposibilidad de cumplir sus obligaciones derivadas de los derechos de los inversores y no parece tener por el momento perspectiva próxima de poder hacerlo».

Esta situación es la última que contempla la LMV, que en su artículo 77.7.c) dispone que la garantía del fondo se hará efectiva siempre que «la Comisión Nacional del Mercado de Valores declare que la empresa de servicios de inversión no puede, aparentemente y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores, siempre que los inversores hubieran solicitado a la empresa de servicios de inversión la devolución de fondos o valores que le hubieran confiado y no hubieran obtenido satisfacción por parte de la misma en un plazo máximo de veintiún días hábiles».

Se trata de una apreciación de la autoridad supervisora a la vista de los hechos y circunstancias que concurran en un concreto caso. Ha de constatarse que, efectivamente, tras veintiún días hábiles (habrá de entenderse «hábiles para el pago»), éste no se ha producido. El texto legal requiere que «los inversores hubieran solicitado». No parece que la norma deba ser interpretada en el sentido de que «todos» los inversores hubieran solicitado. Bastará con que haya inversores que hayan solicitado (41). El texto reglamentario parece interpretar que basta con que haya un inversor que haya solicitado y no cobrado. De hecho se utiliza el singular: «Que el inversor hubiera solicitado». Probablemente, la cuestión más relevante no sea la fijación de un número *a priori*. Hay que hacer una interpretación teleológica y sistemática de la norma. «Declarada la situación de insolvencia», los destinatarios de la efectiva aplicación de la garantía son todos los inversores protegidos. Se trata, pues, de constatar una situación de insuficiencia financiera para atender todas las obligaciones. Otra cosa es cómo esa situación se pone de manifiesto. Esto puede suceder tanto si uno como varios inversores resultan impagados o no reciben sus valores o instrumentos financieros. Y, a la inversa, pudiera existir ese impago o no restitución que fuese debido a otras circunstancias o causas, de forma que la Comisión Nacional del Mercado de Valores no apreciara razones de insuficiencia financiera. Es esta situación de insuficiencia, al menos aparente, la que ha de apreciar la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tras el impago o no restitución a uno o varios inversores, para que la garantía se haga efectiva (42).

El RD 948/2001 añade tres requisitos que constituyen una expresión explícita de otras normas del ordenamiento jurídico:

1) Que la entidad adherida no se encuentre en alguna de las situaciones concursales que pueden motivar la aplicación de la garantía del fondo. Si se da el primer supuesto contemplado por la LMV, en el que interviene la autoridad judicial, ya no tiene que actuar el órgano administrativo supervisor. El artículo 2.2 de la Directiva 97/9 dice expresamente que se seguirá el supuesto de la vía judicial si su inicio «tuviere lugar antes».

2) Que se dé audiencia previa a la entidad adherida, como dispone con carácter general el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común. Este precepto exige que, en todo procedimiento administrativo, inmediatamente antes de redactar la propuesta de resolución, se ponga de manifiesto a los interesados, de forma que éstos, en un plazo entre diez y quince días, puedan alegar y presentar los documentos y justificaciones que estimen pertinentes.

3) Cuando se trate de una sucursal de una empresa de inversión con sede social en otro estado de la Unión Europea, la declaración de incumplimiento se ha de adoptar con la colaboración de la autoridad competente de dicho estado. Esta norma ha de aplicarse en paralelo con la ejecución de los acuerdos de colaboración, inscritos en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a los que se refiere el artículo 3.2 del RD 948/2001.

C) *Acaecimiento de situación protegida: efectos*

Una vez producida alguna de las declaraciones a que se refieren los dos apartados anteriores, «los inversores tendrán derecho a reclamar del fondo, con el límite cuantitativo establecido en el artículo 6, el reembolso de los recursos dinerarios y la devolución del valor dinerario de todo valor o instrumento financiero que tengan depositado o registrado en la empresa de servicios de inversión, cuando estos activos estén vinculados a servicios o actividades de los comprendidos en el ámbito definido en el artículo 4 de este Real Decreto» (art. 5.2 RD 948/2001).

En el precepto transcrito se pone de manifiesto que la ejecución de la garantía se configura con carácter indemnizatorio (43). En el caso de recursos dinerarios debidos, no ha lugar a esta cuestión. Se reintegra al inversor protegido lo que se le debía: dinero. Sin embargo, en el caso de no restitución de valores o instrumentos financieros, a los que más arriba se hizo referencia indicando la dificultad que puede suponer su restitución, la norma reglamentaria iguala el elemento que ha de integrar la prestación en que ha de consistir la garantía: también dinero. Incluso en el caso de valores que gocen de buena liquidez en el mercado, el inversor protegido tiene derecho a la devolución no *in natura*, sino del valor dinerario. En todo caso, la garantía del fondo se hará efectiva mediante el pago al inversor de una cantidad dineraria, ya sea porque la entidad adherida no le entregó dinero debido o no le restituyese valores o instrumentos financieros de los que era titular.

3. Importe

El artículo 77.8.a) de la LMV remite al desarrollo reglamentario la fijación del importe de la garantía. El artículo 6.1 del RD 948/2001, de conformidad con el artículo 4.2 de la Directiva 97/9, dispone: «*Los fondos garantizarán* que todo inversor perciba el valor monetario de su posición acreedora global frente a dicha empresa, con el límite cuantitativo de 20.000 euros.

«La expresada cantidad podrá ser actualizada por el Ministro de Economía previo informe de la CNMV, de conformidad con la normativa vigente de la Unión Europea».

El Decreto recoge la cantidad mínima que contempla la Directiva (44). De todas formas, se deja abierta la puerta para una fácil modificación. Sabido es que las cuantías de dinero expresan un determinado valor en el momento en que se fijan. Pero dicho valor va sufriendo una paulatina variación. Lo normal es que el valor de la moneda descienda. En la medida en que existe inflación, el valor real es menor. Precisamente para facilitar la modificación de la cuantía de la garantía, se baja el rango del instrumento normativo con el que se ha de llevar a cabo. La LMV autorizó al gobierno. El RD 948/2001 autoriza al ministro de Economía. La diferencia está en que el gobierno está autorizado para fijar la cuantía. El ministro lo está sólo para «actualizarla». En consecuencia, mediante orden ministerial se podrá llevar a cabo un incremento de actualización del valor, pero no un real incremento de valor inicialmente garantizado. Para este segundo caso, sería necesario un nuevo decreto. En la práctica, puede resultar difícil marcar la línea divisoria entre ambos supuestos. El concepto de valor no es un elemento objetivo. Puede haber, y hay, parámetros para medirlo, pero tiene un fuerte componente de relatividad, e incluso de subjetividad. Ciertamente, se puede entender que se produce una actualización si ésta se lleva a cabo aplicando algún índice definido de precios (como el «índice de precios al consumo») o algún porcentaje de variación del precio de algún producto significativo, como el oro, por ejemplo. Toda elevación de la cuantía de la garantía que superase en gran medida la aplicación de esos parámetros ya no sería una actualización, sino un incremento en términos reales. Se estaría en este caso fijando un nuevo importe en el sentido de un mayor valor de la garantía.

VII. BENEFICIARIOS DE LA GARANTÍA

El artículo 2.1 de la Directiva 97/9 se refiere a «sistemas de indemnización de los inversores». El RD 948/2001 señala en su artículo 1.2, con carácter general para los sistemas de indemnización, que la finalidad de dichos sistemas es «ofrecer a los inversores una cobertura». En el artículo 6.1 del Decreto se dice que *los fondos garantizan* que «todo inversor» perciba el valor... Por tanto, en el caso del fondo de garantía de inversiones los beneficiarios protegidos por la garantía del fondo son los inversores que, para realizar sus operaciones, han recabado la intervención de una empresa de servicios de inversión adherida y, en su caso, sucursal de empresa de servicios de inversión extranjera.

Pero existen limitaciones. Desde el punto de vista objetivo de la cuantía de la cobertura, ya se ha señalado que ésta llegará como máximo a 20.000 euros. Desde la perspectiva subjetiva, no todos los inversores serán beneficiarios de la garantía. El artículo 77.8.b) de la LMV faculta al gobierno para determinar los «inversores excluidos de la garantía, entre los que figurarán los de carácter profesional o institucional y los especialmente vinculados a la empresa incumplidora». En consecuencia, el artículo 4.4 del RD 948/2001 dispone que quedan «excluidos de la garantía del fondo el dinero y los valores e instrumentos confiados por los siguientes inversores:

«*a)* Las empresas de servicios de inversión.

«*b)* Los constituidos por empresas pertenecientes al mismo grupo económico que la empresa de servicios de inversión.

«*c)* Las entidades de crédito.

«*d)* Las entidades aseguradoras.

«*e)* Las instituciones de inversión colectiva y sus correspondientes sociedades gestoras.

«*f)* Los fondos de pensiones y sus correspondientes sociedades gestoras.

«*g)* Las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

«*h)* Las entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores.

«*i)* Las administraciones públicas.

«*j)* Los directivos y administradores de la empresa de servicios de inversión, sus apoderados, los socios poseedores de al menos el 5 por 100 del capital social y el auditor responsable de los informes de auditoría, así como aquellos inversores que tengan estas mismas características en las sociedades pertenecientes al grupo de la empresa de servicios de inversión y los cónyuges y familiares en primer grado de unos y otros.

«*k)* Aquellos inversores no contemplados en las letras anteriores, que sean responsables directa o indirectamente de la situación de deterioro patrimonial de la entidad adherida o sean beneficiarios directos de actos de la empresa de servicios de inversión que hayan provocado dicho deterioro o contribuido a agravar el mismo. Estas circunstancias deberán ser declaradas expresamente por la CNMV cuando se trate de lo prevenido en el apartado 1.b) del artículo 5 del presente Real Decreto y por la autoridad judicial competente en los restantes casos.

«*l)* Los inversores o cualquier otra persona con derecho o interés sobre el dinero, valores o instrumentos financieros objeto de cobertura que hubieran confiado fondos o valores a la empresa de servicios de inversión con quebrantamiento, por su parte o por parte de la empresa de servicios de inversión, de lo establecido en la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre Determinadas Medidas de Prevención del Blanqueo de Capitales o que tengan relación con una actuación delictiva que contravenga el ordenamiento jurídico vigente.

«*m)* Aquellas personas que actúen por cuenta de cualesquiera de los inversores excluidos en virtud de este apartado o en concierto con los mencionados en los párrafos *k)* y *l)*».

Los apartados *a)*, *c)*, *d)*, *e)*, *f)*, y *g)* son supuestos concretos de inversores de carácter profesional o institucional (45). Se supone que su cualificación en la materia justifica la exclusión, ya que conocerán adecuadas medidas preventivas. En todo caso, dado el volumen de sus inversiones, que por lo general será elevado, la cobertura del fondo de garantía de inversiones supondría un porcentaje muy pequeño en relación con la inversión. Además, en las entidades de inversión colectiva o carácter mutuo el efecto de la pérdida queda en buena medida diluido en la totalidad del patrimonio de la entidad (46). Dada la rapidez con que se producen cambios en el sistema financiero y en la configuración de entidades que actúan en el mismo, el Decreto incluye una cláusula de cierre, ya habitual, en la letra *h)*, para abarcar cualquier otra entidad, que exista o pueda existir, que ejerza actividades típicas —habrá que entender similares (47)— de las anteriores.

El apartado *i)* (administraciones públicas) deberá ser incluido en el amplio concepto de los inversores institucionales. Se supone que las administraciones deben invertir con prudencia, asesoradas y evitando el riesgo. En todo caso, estas inversiones «públicas» también constituyen un supuesto de dilución de la posible pérdida en un patrimonio público (no perteneciente a un particular).

Los apartados *b)*, *j)* y *k)* se incluyen en el supuesto de inversores especialmente vinculados a la empresa incumplidora. En unos casos, por pertenecer al mismo grupo de empresas; en otros, por ocupar cargos directivos o de administración o poseer una participación relevante en el capital social. También se incluye el auditor. En todos estos supuestos de personas físicas se extiende la exclusión a los cónyuges y familiares en primer grado, es decir, padres e hijos. Los causantes o beneficiarios de la situación de deterioro patrimonial (apartado *k)* podrían jurídicamente no estar especialmente vinculados a la empresa incumplidora, pero de hecho sí lo estarán en la generalidad de los casos. De todas formas, ha de ser la autoridad judicial o la Comisión Nacional del Mercado de Valores, según se trate de una insolvencia apreciada por una u otra vía, quien declarare que se ha incurrido en el supuesto contemplado en el apartado *k)*.

El apartado *l)* acoge el supuesto de excepción contemplado en el artículo 3 de la Directiva 97/9: «Quedarán excluidos de cualquier compensación con cargo al sistema de indemnización de los inversores los créditos relativos a operaciones en relación con las cuales haya recaído condena penal por el delito de blanqueo de capitales con arreglo al artículo 1 de la Directiva 91/308/CEE del Consejo, de 10 de junio de 1991, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales ». El precepto reglamentario se remite a la legislación española en materia de blanqueo de capitales y además incluye el supuesto de cualquier actuación delictiva contraria al ordenamiento jurídico.

En el último apartado, *m)*, se busca cerrar la puerta al fraude. Así, las excepciones recogidas en el precepto se aplican a los sujetos que directamente actúen y también a posibles testaferros. Se incluye, pues, en la excepción la actuación indirecta.

En todo caso, como frecuentemente la constatación de conductas fraudulentas estará pendiente de procedimientos judiciales o administrativos, el apartado 5 del artículo 4 dispone: «En los supuestos contemplados en los párrafos *k)*, *l)* y *m)*, la sociedad gestora podrá suspender el pago de los importes garantizados a los inversores, hasta que se produzca una resolución definitiva por parte de la autoridad competente, judicial o administrativa, en atención a cada supuesto».

VIII. CÁLCULO DE LA INDEMNIZACIÓN

Los inversores cuentan con la cobertura máxima señalada de 20.000 euros. Llegado el ejercicio de la cobertura, es necesario determinar cuáles son los derechos de los inversores para fijar la cuantía que, dentro de ese límite, le corresponderá recibir.

El artículo 6.2 del RD 948/2001 establece que la «determinación de la posición del inversor se hará contabilizando todas las cuentas o posiciones abiertas a su nombre en una empresa de servicios de inversión, teniendo en cuenta el signo de sus saldos, cualesquiera que fuesen las monedas de denominación, hasta establecer su posición acreedora global frente a dicha empresa». A estos efectos de cálculo se establece, pues, una compensación entre saldos. «El importe garantizado se aplicará por inversor, sea persona natural o jurídica, y cualesquiera que sean el número y clase de cuentas de dinero, valores o instrumentos financieros en que figure como titular en la misma empresa de servicios de inversión» (art. 6.3 RD 948/2001) (48).

Los cálculos para la determinación de saldos y aplicación de valores de monedas, en su caso, se referirán a la fecha en que tenga lugar la «declaración de insolvencia», por vía judicial o administrativa. Los saldos de recursos dinerarios vienen ya dados en términos monetarios. Mas, por lo que se refiere a los valores e instrumentos financieros hay que fijar su valor en dinero a la fecha de la insolvencia, ya que el artículo 13.1 del RD 948/2001 dispone que *los fondos satisfarán* «en metálico» las indemnizaciones a los inversores. A este fin, el artículo 6.2 del RD 948/2001 fija los criterios según dichos activos coticen o no en un mercado secundario español o extranjero. Si cotizan en un mercado, el valor será el que corresponda en dicho mercado a la fecha de la declaración de insolvencia. Si no se negocian, se calculará su valor atendiendo a los siguientes criterios:

a) Valores de renta variable: valor teórico calculado sobre el último balance auditado a la entidad emisora; en el caso de que no exista balance auditado, o éste contenga salvedades con ajustes que puedan determinar un valor teórico menor del que resulte de las cuentas, el valor de mercado se determinará pericialmente.

b) Valores de renta fija: valor nominal más el cupón corrido cuando el tipo de interés sea explícito, o valor de reembolso actualizado al tipo implícito de emisión cuando se trate de valores tipo cupón cero o emitidos al descuento.

c) Instrumentos financieros: valor estimado de mercado calculado con arreglo a los procedimientos de valoración generalmente aceptados respecto al instrumento de que se trate.

d) En los casos de valores o instrumentos emitidos por empresas que se encuentren en suspensión de pagos o quiebra, el valor a restituir se determinará pericialmente, pudiendo posponer su determinación hasta la conclusión del procedimiento concursal correspondiente.

El RD 948/2001 contempla los supuestos de cotitularidad de cuentas, sean éstas de dinero, valores o instrumentos financieros, y la intervención de representantes o agentes de terceros. Como criterio general, se respeta lo que al respecto conste en la relación contractual con la empresa adherida con anterioridad a la declaración de insolvencia. El Decreto dispone:

«Cuando una cuenta tenga más de un titular, su importe se dividirá entre los titulares, de acuerdo con lo previsto en el correspondiente contrato de prestación de servicios, depósito o registro celebrado con la empresa de servicios de inversión y, en su defecto, a partes iguales» (art. 6.4 RD 948/2001).

«Cuando los titulares de una cuenta actúen como representantes o agentes de terceros, siempre que esta condición existiera en el momento de su apertura y formalización con las empresas de servicios de inversión y ésta hubiera tenido lugar antes de producirse alguna de las circunstancias descritas en el artículo 5, la cobertura del fondo se aplicará a los beneficiarios de aquélla, ya sea de efectivo, valores o instrumentos financieros, en la parte que les corresponda» (art. 6.5 RD 948/2001). Se admite, pues, la representación. Así, la cobertura no se aplicará a un solo saldo resultante a nombre del representante, sino a cuantos saldos resulten a favor de uno o varios representados. La norma reglamentaria incorpora la previsión contenida en este sentido en el artículo 8.3 de la Directiva 97/9.

IX. PLAZO PARA EL PAGO

El artículo 77.8.a) de la LMV autoriza al gobierno para determinar la forma y el plazo en que se hará efectiva la garantía del fondo.

Según el artículo 9.2 de la Directiva 97/9, el abono se deberá hacer a los inversores «lo más pronto posible y,

a más tardar, tres meses después de haberse establecido la idoneidad y el importe del crédito». La norma reglamentaria española (art. 13.1 RD 948/2001) establece una mayor seguridad y certeza en relación con el *dies a quo*. Dispone que *los fondos «satisfarán* en metálico las indemnizaciones a los inversores cuyo derecho haya sido debidamente comprobado dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la declaración de incumplimiento», que se regula en el artículo 5 del Decreto (49). Se establece un plazo computado desde la declaración de insolvencia, dentro del cual se ha de hacer la comprobación de los créditos y el pago de los mismos. Con carácter excepcional (50), y aportando la sociedad gestora razones para ello en la solicitud a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ésta podrá autorizar una prórroga del plazo no superior a tres meses (51).

Transcurridos esos plazos, los inversores dispondrán todavía de un nuevo plazo adicional de tres meses para reclamar a la sociedad gestora, aunque ya lo hubieran hecho con anterioridad, la indemnización de sus derechos que consideren que no han sido debidamente atendidos. «Sin perjuicio del transcurso de estos plazos, los inversores, siempre que lo soliciten motivadamente, podrán presentar la reclamación anterior en un plazo superior» (art. 13.2 RD 948/2001). El Decreto incorpora así la previsión del artículo 9.1 de la Directiva 97/9, que fija un plazo de, al menos, cinco meses desde la declaración de insolvencia para que los inversores puedan presentar sus reclamaciones, pero determinando que no se podrá invocar «la expiración de dicho plazo para denegar el beneficio de la cobertura a un inversor que se haya visto en la imposibilidad de ejercitar sus derechos a una indemnización en el plazo señalado».

Se establece, pues, un procedimiento para la reclamación y pago de la indemnización caracterizado por el mandato a la sociedad gestora de celeridad en la comprobación y cómputo de los créditos, así como de «pronto pago», mientras que a los inversores se le facilita la posibilidad de reclamación incluso «fuera de plazo». En definitiva, se hace un diseño de plazos que imprima celeridad, sobre la base de un principio protector de los intereses de los inversores. Y, sobre la base de este mismo principio, se permite a quien no pudo reclamar dentro de esos plazos hacerlo con posterioridad. Parece evidente que en procedimientos masivos como estos, donde importa la celeridad, ésta no puede conllevar la preterición de inversores que, por cualquier circunstancia, no puedan actuar en el corto plazo previsto: plazo corto éste que se fija no en su contra, sino precisamente a su favor.

El artículo 9.1 de la Directiva 97/9 dice que se podrá «fijar un plazo durante el cual los inversores estarán obligados a presentar sus reclamaciones». Nuestro texto reglamentario, sin embargo, no impone al inversor la obligación de reclamar (52). Da por supuesto que los inversores reclamarán. Por eso establece unos plazos ordinarios para que se puedan presentar esas reclamaciones y se haga la comprobación de derechos y pago de los créditos. La norma (art. 13.1 RD 948/2001) exige como presupuesto o requisito de hecho previo al pago que el «derecho haya sido debidamente comprobado». Tal comprobación puede haber tenido lugar precedida de solicitud o reclamación por parte del interesado. Pero también puede constar el derecho del inversor simplemente como consecuencia de la información facilitada por, o que consta en, la entidad adherida. El hecho es que si el derecho de un inversor consta a la sociedad gestora, ésta no está legitimada para evitar el pago. Otra cosa es que no pueda hacerlo porque le falte información para su formalización o falte la colaboración necesaria, en su caso, por parte del inversor. Pero para tal supuesto está la previsión del artículo 13.3 del RD 948/2001: «En todo caso, los importes no satisfechos tras los plazos anteriores quedarán en los fondos a disposición de sus titulares, sin perjuicio de su prescripción con arreglo a derecho» (53). Este precepto no distingue. Se deberá, pues, entender que incluye todo derecho reconocido y no pagado, con independencia de que hubiese o no mediado reclamación.

Lo normal será (y es el presupuesto de hecho del artículo 13.3 del RD 948/2001 cuando establece un plazo adicional de tres meses para reclamar) que los inversores presenten su reclamación. Ésta se ha de presentar ante la sociedad gestora. Es independiente de la posible reclamación, solicitud o demanda que pueda constar en un procedimiento judicial. Es asimismo distinta de la solicitud que el inversor pudiera haber hecho a la entidad adherida y que, al no ser atendida, constituyó presupuesto de hecho para la declaración de presunta insolvencia por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de conformidad con el artículo 5.1.b) del RD 948/2001.

Como ya se recogió más arriba, si fuese necesario, la sociedad gestora podrá concertar, por cuenta del fondo, préstamos y créditos con entidades financieras para cumplir con sus obligaciones. La sociedad gestora deberá dar cuenta de esta actuación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 11 RD 948/2001). Es una previsión más dirigida a facilitar el pronto pago a los inversores.

X. SUBROGACIÓN DEL FONDO

Siguiendo la previsión del artículo 12 de la Directiva 97/9, el artículo 77.7 de la LMV dispone que una «vez hecha efectiva la garantía por el fondo, éste se subrogará en los derechos que los inversores ostenten frente a la empresa de servicios de inversión, hasta un

importe igual a la cantidad que les hubiese sido abonada como indemnización» (54).

De esta forma se producen dos efectos:

1) Los inversores beneficiarios reciben el importe de sus derechos, bien en su totalidad si no superan los 20.000 euros, bien parcialmente hasta esa cuantía, antes que si tuviesen que esperar a obtener el pago en un procedimiento concursal con sometimiento al principio de la *par condicio creditorum* y consiguiente dividendo. En la parte recibida del fondo de garantía de inversiones el acreedor no se somete, pues, al principio de comunidad de pérdidas.

2) El procedimiento concursal, en su caso, se «simplifica» en cuanto que por la cuantía total abonada por el fondo será la sociedad gestora, en representación de éste, la que concurra al concurso como único acreedor, en vez de los inversores en la cuantía señalada. Los inversores beneficiarios con un derecho superior a los 20.000 euros continuarán como acreedores de la entidad adherida insolvente por el exceso sobre esa cantidad, sometiéndose a todo el procedimiento concursal a que hubiere lugar. Los inversores beneficiarios con un derecho que no supere esa cuantía dejarán de tener la condición de acreedores de la entidad adherida y quedarán al margen de todo procedimiento por insolvencia de la deudora.

Los acreedores parcialmente satisfechos por el fondo de garantía podrán ejercitar su derecho frente a la empresa de servicios de inversión con preferencia al fondo subrogado, de conformidad con el artículo 1213 del Código Civil, que dispone: «El acreedor, a quien se hubiere hecho un pago parcial, puede ejercitar su derecho por el resto con preferencia al que se hubiere subrogado en su lugar a virtud del pago parcial del mismo crédito» (55).

El artículo 7 del RD 948/2001 desarrolla un supuesto contemplado por el artículo 77.7 de la LMV: el de la restitución de valores u otros instrumentos financieros confiados a la empresa de servicios de inversión con posterioridad al pago del importe garantizado por el fondo. Tal restitución puede tener lugar antes de iniciado un procedimiento de insolvencia por vía judicial si el ejercicio de la garantía se llevó a cabo sobre la base de una declaración administrativa de insolvencia. También puede tener lugar la restitución iniciado ya un procedimiento concursal por vía judicial, con independencia de que éste hubiera constituido el presupuesto para el ejercicio de la garantía o que ésta se hubiese hecho efectiva a tenor de una declaración administrativa previa de insolvencia. Y es posible la restitución existiendo un procedimiento concursal porque, como ya se dijo, en relación con los activos financieros, los clientes están registrados como titulares de los mismos. En consecuencia, no forman parte del patrimonio de la entidad adherida sometida a procedimiento concursal.

En relación con el dinero no se plantea este supuesto. Si existía dinero que había sido depositado en cuentas «transitorias» afectas a concretas operaciones de clientes, se supone y tuvo en cuenta a la hora de comprobar y fijar los derechos de los clientes. Si, hecho el pago de las indemnizaciones, «aparece» dinero en el patrimonio de la entidad adherida, difícilmente se podrá entender que pertenece a concretos inversores. Dado el carácter esencialmente fungible del dinero, que no circula identificado en relación con un titular, sino al portador cuando circula en papel moneda, y como un derecho de crédito cuando «circula» mediante anotación contable, sea ésta electrónica o no, no se plantea la posibilidad de su atribución a los clientes, sino que se integra en el patrimonio del deudor y en el procedimiento concursal en su caso. Hay que señalar que esta misma solución se deberá aplicar si, en las mismas circunstancias, aparecen activos financieros cuya titularidad a favor de concretos clientes no constase registrada con anterioridad a la fecha de la declaración de insolvencia que motivó el ejercicio de la garantía del fondo. Aparecerán en tal caso a nombre de la entidad adherida, con lo que resulta inevitable su integración en el patrimonio de ésta y seguimiento de los derroteros concursales procedentes. Quizás, haciendo ficción, si hubiere constancia de que existían algunos determinados activos financieros de peculiares características propiedad de uno o varios (pero pocos) inversores, cabría plantearse la posibilidad de que estos inversores reclamasen la atribución a ellos de la titularidad de tales activos. En todo caso, esa sería una cuestión previa al supuesto de hecho de la norma reguladora del fondo de garantía de inversiones. La restitución se hace, a través del fondo, al inversor titular. En la hipótesis planteada, de lo que se trata es precisamente de determinar ese *prius*, a saber: quién es titular de unos determinados activos financieros.

Cuando tiene lugar la restitución, después de pagada la indemnización, aquélla no se realiza directamente al inversor, sino al fondo. El párrafo tercero del artículo 7 establece: «La restitución se realizará al fondo *correspondiente*, quien entregará al inversor las cantidades que correspondan con arreglo a lo previsto en el párrafo precedente, estando facultado dicho fondo, a tal fin, para enajenar los valores en la cuantía que resulte procedente» (56).

El párrafo segundo del artículo 7 del RD 948/2001, con un texto ciertamente complejo, dispone: «En el supuesto de que los valores u otros instrumentos financieros confiados a la empresa de servicios de inversión fuesen restituidos por aquélla con posterioridad al pago de un importe garantizado, *los fondos* podrán resarcirse del

importe satisfecho, total o parcialmente, si lo restituido, valorado conforme a lo establecido en el artículo anterior en el momento de la restitución, fuera mayor que la diferencia entre el valor de los que fueron confiados a la entidad, valorados en el momento en que se produjeron los hechos citados en el artículo 5.1, y el importe de la indemnización pagada al inversor. Cuando el valor de lo restituido fuese superior al de los valores e instrumentos, calculado en la fecha citada en el artículo 5.1, el exceso se distribuirá entre el fondo y el inversor a prorrata de sus respectivos créditos». El precepto requiere que se realice una disección que facilite su comprensión.

El supuesto de hecho es la restitución de activos financieros después de ser abonada la indemnización a los inversores protegidos. En tal caso:

- Los valores u instrumentos financieros no se restituyen directamente a su titular. La restitución se realiza al fondo de garantía de inversiones.

- Lo restituido se valorará con los criterios del artículo 6 del RD 948/2001, es decir, los que rigen la determinación de los derechos de cada inversor al momento de la declaración —judicial o administrativa— de insolvencia. En el artículo 6 se hace referencia a la acción de valorar de forma impersonal. Se utilizan expresiones como «se hará», «se realizará», «se calculará». Tampoco el artículo 7 dice expresamente quién ha de realizar la valoración. Parece razonable pensar que, si se trata de cálculos para determinar derechos de inversores relacionados con la garantía a prestar (art. 6) o prestada (art. 7) por el fondo de garantía, será la sociedad gestora de éste la que deba realizar los cálculos, sin perjuicio de que convengan en ellos los inversores afectados o, por lo contrario, planteen las reclamaciones pertinentes.

- El fondo podrá resarcirse si el valor de lo restituido supera la parte del derecho del inversor pendiente de recuperar tras la percepción máxima de los 20.000 euros. Esto significa que el fondo no puede percibir reembolso con cargo a los activos financieros restituidos mientras su titular no haya obtenido la totalidad del valor de aquellos activos a la fecha de declaración de la insolvencia. Con mayor precisión, pero también complejidad, el precepto expresa esta idea diciendo que el resarcimiento por parte del fondo tendrá lugar si el valor de lo restituido fuera mayor que la diferencia entre:

— el valor de los activos financieros confiados a la entidad adherida en la fecha de la declaración de insolvencia, y

— el importe de la indemnización pagada al inversor.

Así, por ejemplo, si los activos de un inversor en el momento de la declaración de la insolvencia de la entidad fue de 50.000 euros, recibió 20.000 como indemnización. La diferencia son 30.000 euros. Si posteriormente se restituyen valores por importe de 15.000 euros, el fondo no percibirá resarcimiento alguno, siendo único beneficiario el inversor. Ahora bien, si el valor fuese de 40.000 euros, el fondo sí se podrá resarcir. Aunque la norma no lo diga expresamente, habrá que entender que por importe de 10.000 euros (cuantía en la que se supera aquella diferencia) correspondiendo los otros 30.000 euros al inversor.

- Ahora bien, puede suceder que el valor de los activos financieros restituidos supere incluso la valoración hecha a la fecha de la declaración de insolvencia. Conforme a la regla anterior, el inversor habrá percibido el importe total de su derecho y el fondo habrá obtenido el reembolso total de la cuantía pagada como indemnización. ¿Qué sucede con el exceso? (57). A esta pregunta da respuesta el último inciso del párrafo segundo del artículo 7 del RD 948/2001: «el exceso se distribuirá entre el fondo y el inversor a prorrata de sus respectivos créditos».

- A fin de que el fondo pueda resarcirse y entregar al inversor las «cantidades» que correspondan, está facultado «para enajenarlos —valores u otros instrumentos financieros— en la cuantía que resulte procedente» (art. 77.7 *in fine* LMV) (58). La norma contiene una autorización legal para ejercitar su derecho de rescate sobre dichos valores o instrumentos financieros procediendo a su enajenación sin ser el titular de los mismos. Obviamente, dicha facultad se extiende sólo a la cuantía necesaria para obtener los recursos que le correspondan. Sobre el resto, el inversor decidirá lo que tenga por conveniente. Como la finalidad de la norma es permitir al fondo de garantía de inversiones obtener una determinada cantidad dineraria mediante la enajenación, será necesario proceder a la venta de activos suficientes para alcanzar dicha cantidad. Hecha esta interpretación, se ha de concluir que, si dicha cantidad no coincide con unidades de activos, que no son fraccionables, se enajenará el número mínimo suficiente, reintegrando al inversor el importe sobrante.

Buscando la objetividad, y en todo caso la transparencia en las operaciones de enajenación de activos financieros, se establece un criterio ya consolidado para su aplicación en situaciones similares. Dicho criterio se recoge en dos reglas contenidas en los dos últimos párrafos del artículo 7 del RD 948/2001:

«Cuando se trate de valores negociables cotizados en mercados secundarios de valores oficiales, la enajenación habrá de hacerse con arreglo a las normas de dichos mercados».

«Cuando se trate de valores no negociables, la enajenación habrá de hacerse con intervención de fedatario público o a través de un intermediario financiero autorizado a ello».

XI. INFORMACIÓN A LOS INVERSORES

La Directiva 97/9 considera la correcta información a los inversores como un factor importante para la estabilidad del sistema financiero y la confianza de los inversores. Así se pone de manifiesto en los considerandos 20 y 21 de la Directiva. Se invoca el artículo 12 de la Directiva 93/22, que ya imponía a las empresas de servicios de inversión la obligación de informar a los inversores, antes de entrar en relación de negocios con ellos, sobre la eventual aplicación de un sistema de indemnización.

La Directiva 97/9 pone el énfasis en el aspecto positivo, es decir, en la conducta activa que debe desarrollar la empresa de servicios de inversión para informar a los inversores sobre el sistema de indemnización al que esté adherida la entidad. Así, el artículo 10.1 dispone que la empresa de servicios de inversión ha de tomar «las medidas adecuadas para poner a disposición de sus inversores reales y potenciales la información necesaria para identificar el sistema de indemnización de los inversores». La «información deberá presentarse en una forma fácilmente comprensible».

Para preservar la objetividad y puridad de la información, de forma que no se utilice como instrumento de indebida competencia, el mismo artículo 10.3 de la Directiva 97/9 obliga a los estados a poner límites al uso publicitario de la información sobre el sistema de indemnización de inversores, para «evitar que tal uso perjudique a la estabilidad del sistema financiero o a la confianza de los inversores».

El artículo 77 de la LMV, al regular el fondo de garantía de inversiones, no se ocupa de esta materia. El artículo 79.e) de la LMV recoge el «requisito» de mantener siempre «adecuadamente informados» a los clientes.

Es en el artículo 14 RD 948/2001 donde se contiene la regulación específica en relación con la información que las empresas de servicios de inversión, en cuanto entidades adheridas al fondo de garantía de inversiones, han de ofrecer a los inversores. El número 1 del precepto se ocupa de la información directa a los inversores, y el número 2 de la indirecta a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

1. Información directa

El Decreto comienza por la prohibición relativa a la publicidad: «Las entidades adheridas a *los fondos* no podrán utilizar su pertenencia a *los mismos* en su publicidad, si bien podrán incluir una mención a aquélla sin añadir otros datos o informaciones sobre *los fondos*. De igual modo, tendrán en sus oficinas, a disposición del público, información sobre las características del fondo». Da la impresión de que en esta norma lo importante es la prohibición de uso «interesado» como instrumento publicitario del hecho de que la empresa de servicios de inversión esté adherida al fondo de garantía de inversiones como si fuese un «plus» sobre las entidades competidoras, cuando este es un requisito legal general de forma que todas las entidades han de ofrecer este mismo nivel de cobertura.

Parece que prima en la norma el interés por preservar la libre competencia con correcta lealtad, sin utilizar la publicidad en esta materia como medio desleal de competencia. Mientras en la Directiva 97/9 se «manda» que haya información amplia, fácilmente comprensible, en el RD 948/2001 da la impresión de que se contempla tal mandato porque «no hay más remedio». En la tensión o relación dialéctica entre publicidad e información amplia a los inversores, existentes o potenciales, se hace hincapié en prohibir la publicidad con «excesiva información», que podría afectar a la leal competencia. Por el contrario, el mandato de proporcionar información se limita a disponer que se tenga en las oficinas a disposición del público. Ciertamente, la norma no dice «podrán» tener, como si se tratase de una simple permisión o facultad a discreción de la empresa de servicios de inversión. La norma dice: «De igual modo —que prohíbe—, tendrán —ordena— en sus oficinas...». La norma, imperativa, contiene, pues, dos mandatos: uno de no hacer (prohibición) y otro de hacer (actuación a desarrollar).

La prohibición se estructura sobre la base de una regla general y una excepción muy limitada. La regla general es que las empresas de servicios de inversión no pueden utilizar su pertenencia al fondo de garantía de inversiones en su publicidad. La excepción consiste en permitir que en la publicidad se mencione el hecho de que la entidad está adherida al fondo de garantía, pero sin añadir ningún dato más en relación con el mismo. Como resultado, lo único que existe es la posibilidad (facultad para la entidad adherida: pudiendo hacer uso o no) de que la empresa de servicios de inversión haga constar en su publicidad el hecho de estar adherida al fondo de garantía.

El mandato se refiere a una conducta muy limitada: disponer de determinada información en las oficinas a disposición del público. No se ocupa la norma de asegurar que esa información llegue efectivamente al cliente real o potencial. Éste tendrá que demandarla. Si tienen alguna noción previa, podrá hacerlo; en caso contrario, no lo hará. No hubiera estado de más la exi-

gencia de información pública de la existencia de documentación informativa sobre el fondo de garantía de inversiones y otras materias que interesan al inversor.

Desde luego, el Decreto ignora en esta materia la existencia de otros canales de información y comercialización distintos a la oficina. Cada día son más los clientes reales o potenciales de las empresas de servicios de inversión que no se desplazan a las oficinas físicas de estas entidades. El uso de los nuevos medios de comunicación es una realidad en crecimiento, especialmente en el ámbito de la contratación en el sistema financiero. Las nuevas tecnologías permiten obtener información por teléfono —en sus distintas variantes—, televisor u ordenador, a través de redes públicas o privadas. No se puede desconocer hoy el impacto de internet en este punto. Cuando ya hay normas en nuestro ordenamiento jurídico que regulan esta materia (59), llama la atención que el Decreto se limite a requerir que exista un papel con una información en un cajón de un empleado a la espera de que alguien llegue a una oficina y pida que se le muestre.

Como contenido mínimo de esa información, el artículo 14.1 del RD 948/2001 dispone que «deberá comprender entre otros los siguientes extremos:

a) Indicación, en su caso, de las coberturas ofrecidas por sistemas o fondos extranjeros.

b) Régimen de cobertura para los supuestos de depósito o registro de valores en otras entidades financieras.

c) Indicación de la exclusión de los servicios y actividades realizados en los países y territorios a que se refiere el artículo 4.1.c), así como una relación actualizada de los mismos». Se refiere a la relación de paraísos fiscales o aquellos países que se nieguen a intercambiar información con la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Estos países han de ser especificados por el ministro de Economía, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 4.1 RD 948/2001).

2. Información indirecta

Se trata de información que se facilita al público en general a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los dos medios que a tal fin se arbitran son:

1) La memoria anual que la sociedad gestora del fondo de garantía de inversión ha de elaborar y depositar en la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su consulta pública.

2) El registro de las empresas de servicios de inversión contemplado en el artículo 91.f) de la LMV y existente con el carácter de oficial en al Comisión Nacional del Mercado de Valores. En este registro la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha de hacer constar la información que le facilite la sociedad gestora del fondo de garantía de inversión, que está obligada a comunicar toda alta o baja de entidades adheridas al fondo de garantía (60).

XII. BAJA Y EXCLUSIÓN DEL FONDO

1. Baja

La pertenencia al fondo de garantía de inversiones está unida, por mandato legal, a la condición de empresa de servicios de inversión. Así, cuando tal condición se adquiere, la entidad ha de adherirse al fondo de garantía. Por la misma razón, cuando deja de tener esa condición de empresa de servicios de inversión, ha de causar baja en el fondo.

El artículo 12.1 del RD 948/2001 dispone: «Cuando *una sociedad o agencia de valores* cause voluntariamente baja como empresa de servicios de inversión, conforme al procedimiento previsto en su normativa específica, también causará baja en el Fondo de Garantía en la fecha de baja en el registro oficial de empresas de servicios de inversión». Se refiere el precepto al registro oficial que se lleva en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de conformidad con el artículo 92.f) de la Ley de Mercado de Valores.

La baja como empresa de servicios de inversión está relacionada con la revocación de la autorización, que se regula en el artículo 73 de la LMV. Entre las causas de revocación se encuentran la inactividad o escaso volumen de negocio, la renuncia, el incumplimiento de obligaciones de especial relevancia, la suspensión de pagos o la quiebra.

El supuesto de hecho es la revocación de la autorización y consiguiente baja en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Dado este hecho, la baja en el fondo de garantía de inversiones es pura y mera consecuencia. Hay que tener presente que se podrá dar también el proceso contrario: que la entidad cause baja en el fondo de garantía y en consecuencia se incurra en causa de revocación de la autorización como empresa de servicios de inversión, conforme a la previsión del artículo 73.j) de la Ley de Mercado de Valores.

2. Exclusión

El artículo 5 de la Directiva 97/9, el artículo 77.6 de la LMV y el artículo 12 del RD 948/2001 regulan la exclusión de aquellas empresas de servicios de inversión que

no cumplan sus obligaciones con el fondo de garantía de inversiones, especialmente las aportaciones económicas debidas. La Directiva comienza disponiendo que en caso de incumplimiento de sus obligaciones, las autoridades competentes tomarán medidas para compeler a la empresa de servicios de inversión a que cumpla. Para ello se podrán aplicar sanciones. En último extremo, si la entidad no cumple, podrá ser excluida del fondo. La LMV regula directamente la exclusión, si bien contempla la posibilidad de la suspensión y la aplicación de recargo en el pago de lo debido. Las empresas de servicios de inversión están obligadas a pertenecer al fondo de garantía de inversiones. Junto a la obligación existe el derecho a no ser excluidas, salvo en caso de incumplimiento. El primer inciso del artículo 77.6 de la LMV contempla tal garantía a favor de las entidades adheridas.

El artículo 12.2 del RD 948/2001, por su parte, dispone lo siguiente: «Las empresas de servicios de inversión que no realicen debidamente sus aportaciones al Fondo de Garantía de Inversiones *al que estén adheridas*, no contribuyan a las derramas o incumplan las obligaciones previstas en este Real Decreto podrán ser excluidas del fondo una vez que, requeridas al efecto, no hayan regularizado su situación en el plazo que determine la sociedad gestora, que no podrá ser inferior a un mes. Será competente para acordar la exclusión la CNMV, previo informe de la sociedad gestora del fondo *afectado* y previa audiencia del interesado, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común».

Aunque la exclusión se contempla como medida aplicable en cualquier supuesto de incumplimiento de una entidad adherida en relación con cualquiera de la obligaciones relacionadas con el fondo, las normas tienen especialmente presente el impago de las aportaciones y derramas debidas. La facultad para excluir se atribuye a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que deberá observar las garantías previstas en el procedimiento administrativo.

Como primera medida disuasoria y sancionadora, de aplicación inmediata y automática, para caso de mora en el pago, se establece un recargo del 20 por 100 sobre el importe de la aportación pendiente de abono, que se hará efectivo junto con ésta. La entidad morosa deberá abonar también los intereses de demora calculados al doble del tipo de interés legal del dinero sobre el importe de la aportación pendiente de abono. Se exceptúa de dicho recargo aquella entidad que estuviese declarada en suspensión de pagos (artículo 12.3 RD 948/2001). Como ya se indicó, si la entidad está en situación concursal, no tiene sentido «incentivar» la continuidad, cuando tal situación constituye una causa de revocación de la autorización de la empresa de servicios de inversión conforme al artículo 73.h) de la Ley de Mercado de Valores.

Si la entidad adherida no cumpliere sus obligaciones en el plazo (no inferior a un mes) establecido por la sociedad gestora del fondo, ésta seguirá el siguiente procedimiento (art. 12.4 RD 948/2001):

«*a)* En el supuesto de que la empresa de servicios de inversión no cumpliera sus obligaciones, tras la adopción de las medidas antes mencionadas, la sociedad gestora le comunicará que podrá ser excluida del fondo en el plazo de doce meses a partir de la notificación, dando cuenta de ello inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) La CNMV, recibida la información anterior, propondrá al Ministro de Economía, al amparo del artículo 75 de la Ley del Mercado de Valores, que suspenda, total o parcialmente, los efectos de la autorización concedida a la entidad incumplidora.

c) Si transcurriera dicho plazo manteniéndose el incumplimiento, la CNMV adoptará la decisión de excluir del fondo a la entidad afectada».

Antes de la aplicación de la medida más grave, cual es la expulsión del fondo, que acarreará, conforme al artículo 73.j) de la LMV la revocación de la autorización de la propia empresa de servicios de inversión (61), se establece la medida intermedia de la suspensión, parcial o total, de los efectos de dicha autorización. En caso de suspensión, la entidad dejará de prestar aquel o aquellos servicios de inversión por la suspensión que disponga el ministro de Economía. Si, transcurridos doce meses (62), la entidad adherida no cumple sus obligaciones con el fondo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores procederá a excluir de éste a la entidad afectada.

En el caso de una sucursal de una empresa de servicios de inversión de un país de la Unión Europea, la sociedad gestora del fondo informará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a la autoridad competente del estado de origen. La Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, la autoridad competente del otro estado, con la colaboración de la sociedad gestora, adoptará las medidas necesarias para que la empresa de servicios de inversión cumpla sus obligaciones, que podrá determinar la suspensión de actividades prevista en el artículo 75 de la LMV (art. 12.3 RD 948/2001).

Si el fondo de garantía de inversiones existe para coadyuvar a generar confianza en los mercados de valores y en la prestación de servicios de inversión, la

existencia de intermediarios financieros incumplidores induciría precisamente el efecto contrario. Si es obligatoria la pertenencia al fondo de garantía para que las empresas de servicios de inversión puedan ejercer su actividad, evidentemente la exclusión del fondo no puede acarrear otra consecuencia que su expulsión del mercado. La entidad no podrá continuar existiendo como tal empresa de servicios de inversión. La regulación en la materia deja claro que una entidad no puede, transcurrido el plazo de preaviso, tener la doble condición de adherida e incumplidora. Por tanto, si se da la segunda circunstancia, perderá la primera.

Según el artículo 73.j) de la LMV, si una «empresa de servicios de inversión deja de pertenecer al Fondo de Garantía de Inversiones previsto en el Título VI» podrá revocarse la autorización administrativa que permitió su creación. Es una norma habilitante para permitir la revocación. Sin embargo, en el preciso caso de exclusión por incumplimiento de las obligaciones de la empresa de servicios de inversión, el texto del artículo 77.6 de la LMV es taxativo: «La exclusión implicará la revocación de la autorización concedida a la empresa». En este supuesto, pues, no se trata de una posibilidad, sino de un efecto jurídico conexo a la exclusión.

La norma reglamentaria recoge la garantía de la audiencia previa del interesado, pero señalando la revocación inmediata por parte del ministro de Economía: «La exclusión será causa para que el ministro de Economía, a propuesta de la CNMV, revoque inmediatamente la autorización que le hubiera sido concedida para ejercer su actividad, cuando la entidad excluida tenga su sede social en España, previo expediente con audiencia del interesado» (art. 12.5 RD 948/2001). Obviamente, la revocación de la autorización por parte del ministro de Economía sólo puede referirse a las entidades que tienen su sede social en España, y que son las que contaron con la previa autorización en los términos previstos en el RD 867/2001, de 20 de julio. En relación con las empresas de servicios de inversión extranjeras, lo que procederá será la suspensión de actividades en España de conformidad con el artículo 75 de la Ley del Mercado de Valores.

La aplicación de sanciones no implica el inmediato cese de la cobertura del fondo. Los inversores continúan protegidos por el fondo hasta que el ministro de Economía revoque la autorización para ejercer la actividad de la empresa de servicios de inversión. A fin de que los inversores tengan conocimiento del cese de la cobertura, se les ha de comunicar el hecho del cese de ésta a través de la publicación en el *Boletín Oficial del Estado* y en dos periódicos de gran circulación.

Mientras continúe la cobertura, permanece la obligación de realizar las nuevas aportaciones que correspondan, siendo también aplicables los recargos por demora (art. 12.6 RD 948/2001). Con independencia del procedimiento administrativo que, en su caso, pueda terminar con la revocación de la autorización de una empresa de servicios de inversión, la sociedad gestora podrá demandar por la vía judicial el pago de las cantidades debidas (63) y, llegado el momento de la devolución que pueda corresponder por la participación en el capital social de la sociedad gestora, proceder a la compensación de créditos en los términos del artículo 1196 del Código Civil, con independencia de que, como deudora, la sociedad gestora actúe en nombre propio, y como acreedora lo haga en nombre del fondo. La confluencia y confusión de intereses, que no de patrimonios, que concurren en el caso justificaría la compensación.

Esta coincidencia de intereses es la que justifica la norma del artículo 12.7 del RD 948/2001: «Lo establecido en los apartados anteriores será aplicable, en todos sus términos, al supuesto de no aportación al capital de la sociedad gestora por parte de una entidad adherida, con la excepción de la imposición de recargos». Para obligar a las entidades adheridas a integrar también efectivamente el patrimonio de la sociedad gestora, mediante la realización de la aportación correspondiente a su participación en el capital social, se aplica el mismo régimen de sanciones que cuando del patrimonio del fondo de garantía se trata, aunque algo amortiguado, ya que se excluye la aplicación del recargo del 20 por 100 de demora.

3. Normas comunes

Concluye el artículo 12 del RD 948/2001, dedicado a la regulación de la baja y la exclusión del fondo de garantía, con dos normas comunes a ambos supuestos: una niega derecho alguno de restitución, la otra obliga a hacer pública la retirada de la cobertura.

Como ya se indicó, las empresas de servicios de inversión que causen baja voluntaria o sean excluidas del fondo de garantía de inversiones no tienen derecho alguno a la restitución de las aportaciones anuales ni de las derramas realizadas. Es más, tras dejar de pertenecer al fondo, continúan «obligadas a realizar derramas que pudieran ser acordadas por la sociedad gestora del fondo con respecto a obligaciones de pago del Fondo originadas por declaraciones de incumplimiento acaecidas con anterioridad a la fecha de baja o exclusión del fondo» (art. 12.8 RD 948/2001).

A fin de dar a conocer a los inversores que una entidad adherida ha dejado de tener tal condición, voluntariamente o no, el artículo 12.9 del RD 948/2001 dispone: «La retirada de la cobertura será comunicada a los

inversores a través del "Boletín Oficial del Estado" y de dos periódicos de gran circulación». Desde el punto de vista de la protección de los inversores, reales o potenciales, se articula un medio de garantía formal por lo que al conocimiento del cese de la cobertura se refiere. En relación con los inversores potenciales, es decir, el público en general, difícilmente se puede hacer algo más. Pero respecto de los inversores reales de la entidad afectada hubiera sido conveniente imponer a ésta la obligación de una comunicación individualizada y, en su defecto, e incluso a su costa, a la sociedad gestora del fondo. En último extremo, es preferible echar mano de la información de que dispone la Administración pública, sea ésta la Comisión Nacional del Mercado de Valores o la Agencia Tributaria, para garantizar un derecho al conocimiento efectivo por parte de inversores reales que correr el riesgo del desconocimiento (64). Con la publicación hay comunicación formal, pero no se garantiza una efectiva comunicación material del hecho que afecta al concreto inversor, a saber: que deja de contar con la cobertura del fondo de garantía de inversiones.

XIII. SOCIEDAD GESTORA

El presente trabajo se ocupa del régimen jurídico del fondo de garantía de inversiones. No se pretende, pues, analizar extensamente el régimen de la sociedad gestora del fondo. Pero no quedaría completo el examen del conjunto normativo regulador del fondo si no se hiciere una referencia a la sociedad gestora. El fondo no puede funcionar sin la gestora (65). Quedaría, por tanto, incompleto el análisis del régimen jurídico del fondo si no se aportasen las principales pinceladas acerca de los rasgos jurídicos que configuran a la sociedad gestora.

Como ya se indicó, el fondo de garantía de inversiones es un patrimonio sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión está encomendada por la ley a una sociedad gestora. El artículo 77.2 de la LMV dispone, además, que la representación y la gestión del fondo se encomiende a una sociedad gestora (66).

El artículo 77.2 de la LMV dice que el capital social «se distribuirá entre las empresas de servicios de inversión adheridas en la misma proporción en que efectúen sus aportaciones al fondo» (67).

1. Rasgos jurídicos característicos

La sociedad gestora del fondo de garantía de inversiones se caracteriza por las siguientes notas:

A) Tendrá forma de sociedad anónima con acciones nominativas.

B) Sus socios serán las empresas de servicios de inversión adheridas al fondo. Es obligatorio que todas las entidades adheridas al fondo sean accionistas de la sociedad gestora. A su vez, sólo dichas entidades pueden ser socios de la gestora.

C) Su constitución requerirá la previa aprobación de los estatutos por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que tendrá un plazo de tres meses para pronunciarse. De no hacerlo expresamente, el silencio administrativo será positivo.

D) Sus presupuestos y las modificaciones de los estatutos sociales deberán ser previamente aprobados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

E) El capital social será el necesario para asegurar la consecución de su objeto social, consistente en la gestión del fondo de garantía y el desarrollo de las funciones necesarias para que el fondo preste eficazmente su garantía a los inversores. El capital social reviste las siguientes peculiaridades (art. 18 RD 948/2001):

a) Se distribuye entre los accionistas de acuerdo con los criterios establecidos en el artículo 8 del RD 948/2001 para elaborar el presupuesto del fondo y fijar la aportación a éste por parte de las entidades adheridas.

b) Anualmente, se procederá al ajuste de la cifra de capital social en función de las bajas y altas de socios (68). El ajuste se efectuará ampliando o reduciendo el capital en la medida necesaria, salvo que se opte por la venta o compra por la sociedad gestora de sus propias acciones. Para estas enajenaciones, ampliaciones o reducciones de capital bastará con el acuerdo del Consejo de Administración, no siendo de aplicación a las mismas lo dispuesto en los artículos 75 a 79, 158, 164, 165 y 166 de la Ley de Sociedades Anónimas.

c) En los supuestos de reducción de capital y de compra de acciones pertenecientes a las entidades adheridas, los accionistas a los que sean restituidas sus aportaciones responderán, hasta el importe de las mismas y durante los tres años siguientes, de las deudas contraídas por la sociedad gestora con anterioridad a la reducción o a la compra.

d) El precio de las acciones, en los supuestos contemplados en los apartados anteriores, será el valor teórico que resulte del último balance aprobado.

F) Para el nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del director general, es necesaria la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Todos ellos deben cumplir los requisitos establecidos en los párrafos f), g) y h) del

artículo 67.2 de la LMV, donde se exige reconocida honorabilidad profesional y experiencia en materias relacionadas con los mercados de valores.

G) Forma parte del Consejo de Administración un representante de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con voz y sin voto, a fin de velar por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad del fondo. El mencionado representante puede proponer a la Comisión Nacional del Mercado de Valores que suspenda todo acuerdo del Consejo de Administración que se considere contrario a dichas normas y a los fines propios del fondo. La Comisión Nacional del Mercado de Valores puede acordar dicha suspensión, previa audiencia de la sociedad gestora (art. 77.4 LMV; art. 21 RD 948/2001) (69).

H) La sociedad gestora esta sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, según el régimen establecido en el título VIII de la LMV (art. 22 RD 948/2001).

2. Funciones

El artículo 20 del RD 948/2001 enumera once funciones que se encomiendan a la sociedad gestora del fondo de garantía de inversiones. Vienen a constituir el desglose de lo que constituye su objeto social, así como actuaciones derivadas o encaminadas a la consecución del mismo. El precepto dispone: «Serán funciones de *las sociedades gestoras* las siguientes:

«1.ª Las de representación y gestión del fondo.

«2.ª Administrar el patrimonio del fondo de acuerdo con criterios de rentabilidad, seguridad y liquidez.

«3.ª Promover la información para dar a conocer a los inversores el alcance y contenido del fondo.

«4.ª Atender con cargo al fondo los pagos de indemnizaciones de conformidad con lo previsto en la Ley del Mercado de Valores y en el presente Real Decreto.

«5.ª Ejercitar por cuenta del fondo los derechos en los cuales éste se haya subrogado.

«6.ª Informar a la CNMV del incumplimiento de las obligaciones de aportación al fondo o al capital social de la sociedad gestora por parte de las empresas de servicios de inversión adheridas.

«7.ª Adoptar las medidas necesarias para el cumplimiento de las obligaciones de aportación al fondo o al capital social de la sociedad gestora por parte de las empresas de servicios de inversión que deban adherirse al sistema de garantía.

«8.ª Proponer, en su caso, a la CNMV la suspensión de una entidad adherida por incumplimiento de sus obligaciones para con el fondo o con la sociedad gestora.

«9.ª Instar, en su caso, a la CNMV la tramitación de la revocación de la autorización de una entidad adherida por el incumplimiento de sus obligaciones para con el fondo o con la sociedad gestora.

«10.ª Prestar a la CNMV cuanta asistencia le solicite en el ejercicio de sus funciones de supervisión, inspección y sanción.

«11.ª Cargar al fondo, en concepto de comisión de gestión, los gastos en los que haya incurrido como consecuencia de su representación y gestión, y que no sean directamente repercutibles sobre el mismo».

3. Régimen económico

El patrimonio de la sociedad gestora se integra, fundamentalmente, por dos vías: la aportación de los accionistas (bajo el principio de integración del capital social), y la comisión que carga al fondo de garantía de inversiones por la gestión y representación del mismo. Las normas básicas del régimen económico de la sociedad gestora se encuentra en el artículo 19 del RD 948/2001. Este precepto dispone:

1) La sociedad gestora elaborará un presupuesto anual, que deberá ser sometido a la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores antes del 1 de diciembre de cada año. La Comisión condicionará dicha aprobación a la idoneidad del presupuesto para el cumplimiento de los fines que tiene encomendados la sociedad gestora: fundamentalmente la eficiente gestión del fondo de garantía.

2) Si, como consecuencia de circunstancias sobrevenidas, la sociedad gestora presentara pérdidas que hicieran necesario restablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio, se estará a lo previsto en la Ley de Sociedades Anónimas. Esta remisión genérica a la Ley de Sociedades Anónimas hay que entenderla hecha a los artículos 163 a 167 y 169 en materia de reducción de capital y el último con aumento simultáneo. Dicha Ley prevé (artículo 163) la reducción de capital como mecanismo para el restablecimiento del equilibrio entre el capital y el patrimonio de la sociedad disminuido como consecuencia de pérdidas. Es obligatoria la reducción cuando las pérdidas hayan disminuido el haber de la sociedad por debajo de las dos terceras

partes de la cifra del capital y hubiere transcurrido un ejercicio sin haberse recuperado el patrimonio.

En el caso de la sociedad gestora del fondo de garantía de inversiones tanto la cifra de capital social como el presupuesto anual están supeditados a la consecución del objeto social específico: la eficiente gestión del fondo (arts. 17 y 19.1 RD 948/2001). Por tanto, en función de las circunstancias, será la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que ha de aprobar tanto la cifra del capital social —incluida en los estatutos sociales: artículo 9º.f) Ley de Sociedades Anónimas— como el presupuesto (arts. 16 y 19.1 RD 948/2001), quien aprecie cuál haya de ser la cifra de capital social mínima. El artículo 4º de la Ley de Sociedades Anónimas ya establece con carácter general para este tipo de sociedades un capital mínimo de diez millones de pesetas, es decir, 60.101,21 euros, redondeados, en su caso, de conformidad con el artículo 28 de la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro.

Si hubiera que ajustar el capital social por pérdidas, nunca se podrá rebasar hacia abajo la cifra de capital social mínimo que la Comisión Nacional del Mercado de Valores hubiera determinado como adecuado para asegurar la consecución del objeto social. Por tanto, en tal supuesto, será de aplicación el artículo 169 de la Ley de Sociedades Anónimas, siendo necesario que el acuerdo de reducción de capital vaya acompañado de simultáneo acuerdo de aumento (operación «acordeón») hasta una cantidad igual o superior a la mencionada cifra mínima. El acuerdo de reducción y la acreditación de la ejecución del aumento de capital se han de presentar simultáneamente en el Registro Mercantil.

3) La sociedad gestora deberá someter sus cuentas anuales a informe de auditoría, según lo establecido en el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores (70).

El informe anual de auditoría será remitido a la CNMV, en los términos y plazos que ésta establezca.

El ministro de Economía o, con su habilitación expresa, la CNMV, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, podrá establecer los registros, las normas contables, los modelos de los estados financieros de la sociedad gestora y la periodicidad con la que deberán remitirse a la CNMV. Esta habilitación se contiene en el número primero de la Orden de 14 de noviembre de 2001.

XIV. CONSIDERACIÓN FINAL

Cuando se está tramitando en las Cortes Generales el proyecto de Ley Concursal, el régimen jurídico de los fondos de garantía de inversiones, desarrollado reglamentariamente hace poco más de un año, constituye un instrumento preventivo de seguridad mínima para los inversores, y, por tanto, de generación de confianza en la actuación de los intermediarios financieros. El fondo de garantía actualmente existente constituye un elemento de seguridad ante la situación de insolvencia de las sociedades y agencias de valores. Desde un punto de vista jurídico, no se sustituye o elimina el procedimiento concursal. Sencillamente, se saca de él al pequeño inversor o una pequeña parte (hasta 20.000 euros) del inversor con cuantías mayores. Hasta esa cuantía, el crédito no queda sometido a la ley del dividendo bajo el principio de la *par condicio creditorum* ni a los trámites de un concurso.

Tal instrumento protector del pequeño inversor ante situaciones de insolvencia debe ser objeto de una valoración positiva. Deseable sería que la cuantía de la cobertura se incrementase. El patrimonio del fondo debe ir acumulando recursos y, en la medida que crezca, podrá ser instrumento de una mayor garantía. Pero la realidad ha sido bien distinta: el fondo ha nacido con déficit. Los acreedores de AVA y Gescartera estaban esperando. Incluso los fondos de garantía de depósitos han tenido que asumir, con carácter excepcional, junto con el fondo de garantía de inversiones, una cuota parte del pago de las indemnizaciones debidas a 31 de diciembre de 2001. Y todo ello se hace para atender en cuantía mínima al inversor ante la crisis patrimonial de una sociedad o agencia de valores.

Pero a donde no llega, desde luego, el brazo protector del fondo de garantía es a las situaciones de crisis patrimonial de las sociedades donde están invertidos los ahorros del pequeño o gran inversor. Cuando estas líneas se escriben, los índices de los mercados de valores siguen marcando mínimos, incluso durante cinco jornadas seguidas, dentro de nueve consecutivas de bajada. La situación económica empresarial y política, en general, apunta a la desconfianza y, en consecuencia, a la baja. Pues bien: ahí no llega la cobertura del fondo de garantía. El riesgo de la inversión queda fuera. Incluso, llegada la situación extrema de crisis patrimonial de la empresa y consiguiente procedimiento concursal de la sociedad, el inversor tendrá una última posición para el cobro como accionista, o algo mejor como acreedor en función de las condiciones en que fuese obligacionista.

En última instancia, el fondo de garantía de inversiones se configura como un instrumento de seguridad, no ya tanto en una situación de «normal» insolvencia de una sociedad o agencia de valores, sino en caso de «anómala» insolvencia en el contexto de una actuación fraudulenta o ilegal de aquélla. En una insolvencia «normal» de la entidad, los inversores ni siquiera serían acreedores en el procedimiento concursal, al menos por

lo que a valores e instrumentos financieros se refiere. El problema está cuando se ha dado una actuación ilegítima de la entidad y el inversor sólo tiene un derecho a la restitución (o derecho de crédito) frente a la entidad que resulta ser insolvente.

Para atender esta situación, el legislador español ha dado cumplimiento, con demora, a su obligación como miembro de la Unión Europea de regular el sistema de indemnización a los inversores conforme a la normativa de la Unión. El retrasado desarrollo reglamentario se ha llevado a cabo a la zaga e impulso de acontecimientos como los de Gescartera. Con independencia de las opciones de política legislativa seguidas, lo importante es la existencia de un régimen jurídico y del propio fondo de garantía de inversiones. Se ha querido dejar abierta la puerta a la existencia de más de un fondo. Las circunstancias económicas y políticas marcarán la pauta de la consolidación del statu quo existente o el cambio hacia la constitución de un segundo fondo de garantía de inversiones.

NOTAS

(1) Conforme al artículo 15.1 de la Directiva 97/9, ésta debía estar incorporada al ordenamiento interno «a más tardar el 26 de septiembre de 1998». La incorporación efectuada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, se entiende incompleta por las remisiones que la misma hace al desarrollo reglamentario, sin el cual no fue posible crear ningún fondo de garantía de inversiones. Sobre la insuficiencia de la incorporación legal, *vid*. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA (1999: 4.761). La Ley 37/1998 entró en vigor el día 18 de noviembre de 1998; sin embargo, la entrada en vigor de su artículo 77 (cobertura de los fondos de garantía de inversiones) se dispuso que fuese con carácter retroactivo: «coincidirá con la fecha de vigencia de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables» (disp. final 1ª Ley 37/1998). En consecuencia, la disposición final 4ª del RD 948/2001, de 3 de agosto, desarrollando reglamentariamente el precepto legal, estableció:

«El presente Real Decreto entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, sin perjuicio de lo previsto en la Disposición Final Primera, apartado 2, de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, por lo que la cobertura de los Fondos de Garantía de Inversores se retrotrae al 1 de julio de 1993». Cuando se dispuso la retroacción del Fondo de Garantía de Inversiones estaba ya presente el caso AVA con sus damnificados. Tal hecho probablemente pesó en el legislador para adoptar una medida retroactiva. La constitucionalidad de dicha retroactividad fue puesta en duda por SÁNCHEZ ANDRÉS (1999:127), quien señala que «ni la Directiva que regula los Fondos de Garantía, ni tampoco la más antigua de Servicios de Inversión a la que remite nuestro legislador, imponen la retroactividad de esos sistemas de compensación para inversores». Sobre esta «pintoresca» retroactividad, *vid*. KIRCHNER y SALINAS (1999: 318).

(2) Habían pasado cerca de cuatro años desde la publicación de la Ley 37/1998 sin que el desarrollo reglamentario del régimen legal de los fondos de garantía de inversiones se hubiera llevado a cabo. Fue el caso Gescartera , con sus consecuencias económicas, políticas y sociales (verdadero escándalo por el fraude de dicha agencia de valores), el que obligó a que el gobierno aprobase por fin el decreto regulador de la mencionada institución de garantía de los pequeños inversores. Grandío dice que, sin lugar a dudas, «Gescartera es un tema muy negativo que tiene implicaciones, éticas, judiciales, políticas y sociales» (GRANDÍO Y NOVO, 2001: 16). Sobre Gescartera, *vid.* también el mismo autor en la página 38 y siguientes.

(3) *Vid*. Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos (*Diario Oficial*, n.º 135, de 31 de mayo), Real Decreto-Ley 4/1980, de 28 de marzo, sobre Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios (*BOE*, n.º 78, de 31 de marzo), y Real Decreto-Ley 18/1982, de 24 de septiembre, sobre Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito (*BOE*, número 235, de 1 de octubre; corrección de errores en *BOE*, n.º 239 de 6 de octubre). Mediante ambos decretos se dotaba de personalidad jurídica a los mencionados fondos de garantía de depósitos.

(4) «La finalidad de conservación de la actividad profesional o empresarial del concursado puede cumplirse a través de un convenio, a cuya propuesta se acompañará un plan de viabilidad. Aunque el objeto del concurso no sea el saneamiento de empresas, un convenio de continuación puede ser instrumento para salvar las que se consideren total o parcialmente viables, en beneficio no sólo de los acreedores, sino del propio concursado, de los trabajadores y de otros intereses. El informe preceptivo de la administración judicial es una garantía más de esta solución». (apartado VI, exposición de motivos, Proyecto de Ley Concursal, *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 23 de julio de 2002, núm. 101-1).

(5) En términos más precisos aparece recogida dicha finalidad en el artículo 1.2 del RD 948/2001.

(6) Para un examen de las diferencias entre entidades de crédito y empresas de inversión, *vid*. FERNÁNDEZ DE ARAOZ (1996: 161 y ss.); en la página 167 se afirma: «En definitiva, puede decirse que las empresas de inversión son mucho menos vulnerables a un proceso de "pánico", que conlleve un riesgo de precipitar la insolvencia de la la (*sic*) entidad, que el existente para las entidades bancarias». MÍNGUEZ (1999: 25) afirma que en el caso del fondo de garantía de inversiones el riesgo objeto de cobertura «no alcanza el carácter de sistémico, como confluye en las crisis bancarias». En relación con éstas, indica en la página 24 que los fondos de garantía de depósitos «no sólo actúan como mecanismos indemnizatorios, sino también cumplen una finalidad de ser instrumentos de "salvamento" de entidades de crédito en crisis. Esto es, se pretende evitar riesgos sistémicos».

(7) «A diferencia, por tanto, de las crisis de las entidades bancarias, en las cuales el FGD no tiene sólo una finalidad exclusiva de garantía, sino también "orgánica", como agente del saneamiento, en los procedimientos de suspensión de pagos o quiebra de la empresa de inversión, el FGI desempeña una finalidad de mera garantía» (FERNÁNDEZ DE ARAOZ, 1996: 175).

(8) La posibilidad de ser miembros de la Bolsa quedó pospuesta al 1 de enero de 2000 (disp. final 1ª.1, Ley 37/1998).

(9) Su regulación específica se llevó a cabo mediante las modificaciones que la Ley 37/1998 hizo en el Real Decreto-Ley 18/1982, de 24 de mayo, sobre fondos de garantía de depósitos en cajas de ahorros y cooperativas de crédito, introduciendo un nuevo artículo 2 ter y modificando los artículos 3 y 5. A pesar de que este Decreto-Ley se refería sólo a fondos de garantía de depósitos en cajas de ahorros y cooperativas de crédito, las modificaciones introducidas se refieren también al Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, del que se ocupa el Real Decreto-Ley 4/1980, de 28 de marzo, sobre Fondo de Garantías de Depósitos en Establecimientos Bancarios. Este Real Decreto-Ley 4/1980 no fue modificado por la Ley 37/1998.

(10) «Los fondos de garantía de depósitos en establecimientos bancarios, cajas de ahorros y cooperativas de crédito tendrán personalidad jurídica, con capacidad para el desarrollo de sus fines, en régimen de derecho privado y sin sujeción a las normas reguladoras de los organismos públicos». (art. 1.2 RD 2606/1996). Este precepto, añadido por el artículo 23 del RD 948/2001, es conforme con el tenor

literal de los artículos 1.1 y 2.1 del RD-L 18/1982, que establecían la personalidad jurídica pública de los fondos de garantía de depósitos en cajas de ahorros y en cooperativas de crédito, respectivamente, así como su sometimiento al derecho privado. Por lo que se refiere al Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, lo mismo establecía ya el artículo 1.1 del RD-L 4/1980.

(11) «En nuestra opinión, esta diferencia es un paso más en el proceso de "huida del Derecho administrativo" que se observa en la materia financiera» (KIRCHNER Y SALINAS, 1999: 291, citando a JIMÉNEZ-BLANCO y a SÁNCHEZ CALERO). Y continúan: «Si en la época en que se dotó de personalidad jurídica a los FGD ésta se realizaba con la creación de entidades estatables (*sic*) autónomas, actualmente esto mismo se lleva a cabo por medio estructuras de Derecho privado, como es la del patrimonio autónomo administrado por una sociedad gestora que reviste la forma de sociedad anónima».

(12) SÁNCHEZ ANDRÉS (1999: 114) califica los «fondos de garantía» como «organizaciones de tipo consorcial —es decir, de "hermanamiento" y puesta en común (*pool*) de activos y pasivos, respecto de intereses antes objetivamente separados».

(13) MÍNGUEZ (1999: 25) afirma que se trata de un patrimonio fiduciario.

(14) El artículo 10 no regula un caso de rescate o reembolso. El supuesto del artículo 10 se configuraba más bien como una transferencia de derechos económicos entre fondos que integran la aportación inicial de una entidad, pero que en ningún caso son susceptibles de restitución.

(15) También se inclinan por una respuesta unívoca MÍNGUEZ (1999: 23) y SÁNCHEZ ANDRÉS (1999: 116). Este último fundamenta la opción por el fondo único en el hecho de que en España el fondo o fondos de garantía nacen ya con importantes pasivos, que los miembros del sector no podían razonablemente suponer que les iban a ser exigibles. Además, el carácter obligatorio de las aportaciones al fondo, al modo de un sistema de afiliación universal, hace que aquéllas constituyan una suerte de «impuesto». El autor concluye: «lo lógico habría sido la constitución de un solo Fondo». Además señala la conveniencia de evitar la multiplicación de sociedades gestoras, con diferentes «estilos» de administración.

(16) Este Fondo «general», que contempla el artículo 2.1 del RD 948/2001, es identificado de forma impropia en el artículo 3.2 del Decreto como «Fondo de Garantía de Inversiones para no miembros de las bolsas de valores». Ciertamente las entidades, o sucursales extranjeras en su caso, no miembros de las bolsas de valores sólo pueden ser miembros de este fondo de garantía. Pero no significa que sean los únicos miembros posibles. Las sociedades o agencias de valores miembros de una Bolsa pueden estar también adheridas a este fondo. De hecho, mientras no se creara el segundo fondo «bursátil» de garantía de inversiones, todas las sociedades y agencias de valores, fuesen miembros o no de una Bolsa, debían ser necesariamente entidades adheridas de ese único Fondo «general» de Garantía de Inversiones.

(17) A este respecto, el artículo 77.8 de la LMV autoriza al gobierno a establecer las «reglas para determinar el importe de las aportaciones que deban hacer las entidades adheridas, que deberán ser suficientes para la cobertura de la garantía proporcionada». Conforme al artículo 8.3 del RD 948/2001, parece que la suficiencia puede situarse en la cifra resultante de multiplicar la cobertura máxima prevista en el artículo 6.1 —20.000 euros— por el 5 por ciento del número de clientes cubiertos por la garantía del total de entidades adheridas al fondo en el ejercicio anterior.

(18) Cfr. SERVICIO DE ESTUDIOS «LA CAIXA» (2002: 69).

(19) MÍNGUEZ (1999: 23) consideraba «para este tema concreto» la inclusión de las sociedades gestoras de carteras en los fondos de garantía de depósitos. Sin embargo, en la p. 26 señalaba que la LMV dejaba al desarrollo reglamentario la posibilidad de excepcionar de adhesión al fondo aquellas empresas de servicios de inversión que no incurran en los riesgos de efectivo o valores: «En este caso, se está pensando en las sociedades gestoras de carteras, entidades que, en principio, no incurren en riesgos de los cubiertos, en tanto no administran o son depositarias de los valores cubiertos por la garantía, así como no reciben efectivo, ni a título transitorio, de las operaciones de servicios de inversión». FERNÁNDEZ DE ARAOZ (1996: 181) afirmaba, a propósito de la propuesta de directiva relativa a los sistemas de indemnización de los inversores y del proyecto de ley de reforma de la LMV, que no se habían previsto excepciones, exenciones y opciones de ningún tipo al principio general de adhesión obligatoria de todas la empresas de servicios de inversión.

(20) Normalmente, el registro o depósito de valores o instrumentos financieros estará hecho a nombre del cliente. Sin embargo, por lo general, ocurrirá lo contrario en el caso de los depósitos transitorios de dinero relacionados con las operaciones de compraventa de valores e instrumentos financieros. En este supuesto el cliente no aparece como depositante. En todo caso, es cierto que siempre existe el riesgo de una actuación fraudulenta de la sociedad gestora de cartera que prive al cliente de su dinero, sus valores o sus instrumentos financieros. Tal eventualidad era objeto de cobertura mediante un seguro; mientras que en el caso de las sociedades y agencias de valores se cubría con el fondo de garantía de inversiones. Como las sociedades gestoras de carteras contraen sus específicas obligaciones con cada cliente, y siempre existe la posibilidad de actuación fraudulenta, se establecía también un mecanismo de garantía para asegurar el cumplimiento de las mismas. Así, la disposición adicional 2ª del RD 948/2001 establecía que las sociedades gestoras de carteras «deberán asegurar los riesgos derivados de su actuación mediante un seguro de responsabilidad civil concertado con una entidad aseguradora habilitada legalmente para operar en el ámbito de responsabilidad civil en la Unión Europea, por una suma asegurada no inferior a 1.225.000 euros. Las prestaciones de dicho seguro estarán exclusivamente destinadas a atender los perjuicios causados a sus clientes derivados de la realización de los servicios de inversión propios de su actividad». Ahora la Ley 53/2002 ha venido a considerar que las inversiones a través de las sociedades gestoras de cartera también comportan un riesgo que debe ser cubierto por el fondo de garantía de inversiones, en vez de mediante un contrato de seguro, como previamente se hacía. Cfr. disp. adic. 19ª LMV añadida por el art. 96.uno.4 Ley 53/2002.

(21) El artículo 2.1. del RD 948/2001 parece apuntar la posible existencia de supuestos en los que sucursales de empresas de servicios de la Unión Europea «deban adherirse a un fondo de garantía de inversiones español».

(22) «En este caso, la sociedad gestora del fondo y los responsables del sistema de garantía del Estado de origen de la sucursal acordarán, cuando fuera necesario, los términos de colaboración entre ambos, para asegurar al inversor la misma cobertura que ofrece el fondo, de conformidad con el criterio de que el fondo cubrirá, en todo caso, la diferencia que hubiera quedado sin cubrir por el sistema del Estado de origen hasta el límite garantizado por el fondo. La sociedad gestora del fondo informará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) de los acuerdos alcanzados». (art. 3.2, segundo párrafo, RD 948/2001).

(23) A tal fin, se adoptarán acuerdos de colaboración como en el caso de entidades de otros estados miembros de la Unión Europea.

(24) Un porcentaje del 2 por 1.000 se establece para los fondos de garantía de depósitos por parte del artículo 25 del RD 948/2001, que da nueva redacción al artículo 3 del RD 2606/1996. El mismo porcentaje fijaba el RD 948/2001 en su redacción original para las entidades adheridas al fondo de garantía de inversiones.

(25) El hecho ha sido, como ya se ha apuntado, que el fondo de garantía de inversiones ha nacido con un importante déficit. Las indemnizaciones a pagar a los inversores de las agencias de valores Gescartera (intervenida en junio de 2001) y AVA (que suspendió pagos en febrero de 1998) hacen que el patrimonio del Fondo (3 millones de

euros) resulte insuficiente para hacer frente a las reclamaciones (SERVICIO DE ESTUDIOS «LA CAIXA», 2002: 70-71).

Tal es el déficit que resulta desproporcionado hacer recaer «de golpe» sobre las sociedades y agencias de valores todo el peso de la necesidad de recursos inmediata para atender las obligaciones con las que nace el fondo. De ahí que el artículo 74 de la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social (*BOE*, n.º 311, de 31 de diciembre; corrección de errores en *BOE*, n.º 124, de 24 de mayo de 2002) haya dispuesto un régimen especial para atender a las indemnizaciones derivadas de incumplimientos declarados con anterioridad al 1 de enero de 2002, por el cual aquéllas se satisfarán excepcionalmente de forma conjunta por los fondos de garantía de depósitos en establecimientos bancarios, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y el Fondo de Garantía de Inversiones. La disposición contiene los criterios para determinar las cantidades que cada fondo ha de abonar. Si hubiera discrepancias, el ministro de Economía las dirimirá. Asimismo, se «habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para conceder préstamos, con cargo a sus recursos, a la Sociedad Gestora del Fondo de Garantía de Inversiones para que, en nombre y por cuenta de este último, pueda llevar a cabo el pago de las indemnizaciones que deban satisfacerse a los inversores de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 5 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores». Según el SERVICIO DE ESTUDIOS «LA CAIXA» (2002: 71), los tres fondos de garantías de depósitos de las entidades de crédito deben asumir el 99,92 por 100 de las indemnizaciones, mientras que el fondo de garantía de inversiones, sólo el 0,08 por 100 restante.

(26) Téngase presente la habilitación conferida al ministro de Economía, para cambiar los criterios y porcentajes de aportación, por la disposición final 2ª del RD 948/2001, que establece: «A la vista de la experiencia habida en el proceso de constitución y desarrollo posterior de los Fondos de Garantía de Inversiones, el Ministro de Economía podrá, previo informe de la cnmv, actualizar los porcentajes consignados en los apartados 1 y 2 del artículo 8 de este Real Decreto, así como los criterios de distribución de las aportaciones anuales entre las entidades adheridas a los fondos reflejados en el apartado 5 de ese mismo artículo». Tras la Ley 53/2002, ya no tiene sentido la remisión al apartado 1 del artículo 8. Asimismo han variado las cifras en el apartado 2.

(27) Una vez aprobado el presupuesto anual por la sociedad gestora, ésta deberá remitirlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su aprobación en los treinta días naturales siguientes a su recepción (art. 8.5 RD 948/2001). «Cuando se trate de sucursales de empresas de servicios de inversión con sede social en otro Estado, la CNMV consultará con la autoridad competente del Estado de origen de la sucursal antes de determinar la cuantía de su aportación. En todo caso, la CNMV tendrá en consideración el nivel de cobertura que ofrezca el sistema de garantía de dicho Estado». (art. 8.9 RD 948/2001). Más que «determinar la cuantía de su aportación» habría que decir «aprobar la cuantía fijada de su aportación». Téngase en cuenta que, de conformidad con los números 2 y 3 del artículo 3 y el número 5 del artículo 8 del RD 948/2001, quien celebra acuerdos de colaboración con los responsables de los sistemas de garantía de otros estados y elabora el presupuesto anual y calcula las aportaciones es la sociedad gestora del fondo, si bien es necesaria la posterior aprobación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(28) En relación con los valores e instrumentos financieros no negociables, y sobre la base de habilitación contenida en la disposición final 3ª del RD 948/2001 y en la Orden de 14 de noviembre de 2001, la Comisión Nacional del Mercado de Valores estableció en la norma 2ª de su Circular 2/2001, de 23 de noviembre, que las cuentas o posiciones que tengan depositadas o registradas las entidades adheridas en valores e instrumentos financieros no negociados en un mercado secundario, español o extranjero, se valorarán, salvo que se haya declarado o conste otro valor mas significativo a efectos de su depósito o registro, aplicando los siguientes criterios:

a) Los valores de renta variable, por el valor nominal.

b) Los valores de renta fija, por su valor de reembolso.

c) Los instrumentos financieros, por el valor estimado de mercado al final del ejercicio, calculado con arreglo a los procedimientos de valoración generalmente aceptados respecto al instrumento de que se trate.

(29) La norma 3ª de la Circular 2/2001, de 23 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dispone que las entidades adheridas deberán informar anualmente a la sociedad gestora del fondo de garantía de inversiones, antes del 31 de enero de cada año, y sobre la base de los datos correspondientes al ejercicio anterior, del número de depositantes y de los saldos de efectivo, valores e instrumentos financieros depositados o registrados de terceros, desglosando, en ambas informaciones, los cubiertos y no cubiertos por la garantía del fondo y los superiores e inferiores al importe máximo garantizado, conforme a lo establecido en los artículos 4 y 6 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, y diferenciando los saldos de valores e instrumentos financieros anotados en registros centrales españoles y extranjeros. La sociedad gestora remitirá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una copia de las informaciones anuales recibidas de las entidades adheridas al fondo.

(30) Los países o territorios que se encuentran en este último supuesto serán especificados por el ministro de Economía, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 4.1 RD 948/2001).

(31) Art. 29.1 RD 867/2001, de 20 de julio, sobre el Régimen Jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión (*BOE*, n.º 188, de 7 de agosto). El apartado 2 de este artículo permite, como excepción, no depósito, sino «cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que las sociedades y agencias de valores abran a clientes en relación con la ejecución de operaciones desarrolladas por cuenta de ellos».

(32) *Vid.* en este sentido, MÍNGUEZ (1999: 24).

(33) FERNÁNDEZ DE ARAOZ (1996: 190) propugna «una acepción amplia de la expresión "restitución", que permita realmente englobar la acreditación, puesta de manifiesto o entrega de la documentación contractual pertinente».

(34) Previsiblemente, en el futuro esta norma estará sometida, si se aprueba el proyecto de Ley Concursal, a la siguiente previsión legal: «Los Jueces y Tribunales interpretarán y aplicarán las normas legales que hagan referencia a los procedimientos concursales derogados por la presente Ley, poniéndolas en relación con las del concurso regulado en ésta, atendiendo fundamentalmente a su espíritu y finalidad y, en particular, a las siguientes reglas:» (disp. adic. 1ª Proyecto de Ley Concursal, *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 23 de julio de 2002, núm. 101-1).

(35) Junto a los valores se deberá entender incluidos en el texto del artículo 5.1.b).1ª del RD 948/2001 también «los instrumentos financieros».

(36) De la anacrónica legislación en materia de quiebra y suspensión de pagos se hace eco el proyecto de Ley Concursal con las siguientes palabras: «Aún más se agrava la situación del Derecho concursal español con fenómenos tan anacrónicos como la actual vigencia de un buen número de artículos de nuestro primer Código de Comercio, promulgado por Fernando VII el 30 de mayo de 1829, en virtud de la invocación que de ellos hace la Ley de Enjuiciamiento Civil de 3 de febrero de 1881, anterior al Código de Comercio de 22 de agosto de 1885, y vigente en esta materia, conforme al apartado 1 de la Disposición derogatoria única, de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, hasta la entrada en vigor de la presente Ley Concursal.

«El legislador español no ha puesto hasta ahora remedio a estos males. Pese a la pronta reforma que en el Código de Comercio de

1885 introdujo la Ley de 10 de junio de 1897 y de la muy importante que supuso la citada Ley de Suspensión de Pagos de 1922, las modificaciones legislativas han sido muy parciales y limitadas a materias concretas, lo que, lejos de mejorar el sistema concursal, ha contribuido a complicarlo con mayor dispersión de normas especiales y excepcionales, y, frecuentemente, con la introducción de privilegios y de alteraciones del orden de prelación de los acreedores, no siempre fundada en criterios de justicia» (apartado I, exposición de motivos, Proyecto de Ley Concursal, *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 23 de julio de 2002, número, 101-1).

Téngase presente el régimen especial contenido en el artículo 76 bis de la LMV para el caso de quiebra y suspensión de pagos de las empresas de servicios de inversión. El número 4 de este artículo dispone que «el Juzgado ante el que se siga el procedimiento solicitará informe a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre la situación de la entidad». En los artículos 12.1 y 20.3 del proyecto de Ley Concursal se prevén notificaciones relacionadas con el concurso de una empresa de servicios de inversión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores; la disposición final 16ª.5 del Proyecto de Ley Concursal, *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 23 de julio de 2002, núm. 101-1, da nueva redacción al artículo 76 bis de la Ley del Mercado de Valores.

(37) Proyecto de Ley Concursal, *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 23 de julio de 2002, número 101-1. Proyecto de Ley Orgánica para la reforma concursal, por la que se modifican la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial, y la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 23 de julio de 2002, núm. 102-1.

(38) Como consecuencia de la situación «bajista» de los mercados de valores, durante los años 2001 y 2002, está empeorando la situación económica de las empresas de servicios de inversión: «Por un lado las comisiones, tanto de fondos como de valores, están cayendo y por otro, decrece el volumen de negocio. El resultado es que los ingresos no soportan los gastos. ... En junio de 2001, 22 sociedades y agencias de valores reconocieron ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) que estaban en pérdidas. Un año después, esta cifra se ha doblado, lo que supone un 36% del sector». (*El País*, 15 de septiembre de 2002:58). El conjunto del sector (sociedades y agencias de valores registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores) ganaba entre enero y octubre de 2002 un 32,44 por ciento menos que en 2001 (*Cinco Días*, 13 de diciembre de 2002, pág. 39).

(39) Ténganse presentes: Art. 29.2 RD 867/2001, de 20 de julio, que contempla las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que las sociedades y agencias de valores abran a clientes en relación con la ejecución de operaciones desarrolladas por cuenta de ellos. Arts. 13 y 14 Ley 41/1999, de 12 de noviembre, según los cuales el procedimiento de insolvencia no causará efectos sobre las compensaciones, órdenes de transferencia de fondos y valores, o garantías en el ámbito de los sistemas de liquidación y pagos en los mercados de valores.

(40) *De lege ferenda* se establece para el deudor el deber de solicitar el concurso: «El deudor deberá solicitar la declaración de concurso dentro del mes siguiente a la fecha en que hubiera conocido o debido conocer su estado de insolvencia». (art. 4.1 Proyecto de Ley Concursal, *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 23 de julio de 2002, núm. 101-1).

(41) FERNÁNDEZ DE ARAOZ (1996: 195) afirmaba que, en relación con el texto legal, «bastaría con la reclamación de dos inversores para que la CNMV pudiera hacer uso de estas facultades extraordinarias, pero no parece que sea esto lo que se pretende, sino, por el contrario, una situación de sobreseimiento casi general de las obligaciones». Y continúa: «Por otro lado, a nuestro juicio, tampoco queda clara la expresión relativa a "obtener satisfacción", ni el juego del plazo de los veintiún días hábiles». Asimismo, el autor señala que la cuestión de la legitimación para instar la declaración de insolvencia por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores no es sencilla, puesto que el interés individual de un cliente puede no coincidir con el de los demás o los del mercado en general. Señala que, en Estados Unidos, aunque los clientes tengan interés legítimo, no están legitimados para recabar la intervención de la SEPC (*Securities Investor Protection Corporation*).

(42) Esta vía administrativa de declaración de insolvencia «se encuadra, con carácter general, dentro del denominado "Derecho paraconcursal", que busca la solución para las situaciones patológicas de las empresa (*sic*) fuera del Derecho concursal tradicional, centrándose en remedios menos traumáticos a la par que más ágiles». (FERNÁNDEZ DE ARAOZ, 1996: 196, citando a ROJO, 1982: 127). Téngase también presente que el artículo 76 bis.3 de la LMV legitima a la Comisión Nacional del Mercado de Valores «para solicitar la declaración de estado de quiebra de las empresas de servicios de inversión, siempre que de los estados contables remitidos por las entidades, o de las comprobaciones realizadas por la misma, resulte que el pasivo de la compañía es superior a su activo y que ésta se encuentre en una situación de incapacidad para hacer frente a sus acreedores».

(43) El término indemnización es utilizado con carácter general por la Directiva 97/9 y por el RD 948/2001 para referirse a los sistemas de garantía: sistemas de «indemnización» de los inversores. Tanto la LMV (art. 77.7) como el RD 948/2001 (art. 7) emplean el término indemnización para referirse a la cantidad abonada a los inversores en caso de ejercicio de la garantía del fondo. En la regulación del plazo para el pago, también se utiliza el mismo término en el artículo 13 del RD 948/2001. FERNÁNDEZ DE ARAOZ (1996: 199), siguiendo a SÁNCHEZ CALERO (1981: 47), rechaza, al igual que en el caso de los fondos de garantía de depósitos, la conceptualización de la naturaleza jurídica del Fondo «como un seguro (de caución o de crédito) o como una fianza, para calificar la misma de obligación legal *sui generis* delimitada por su normativa específica».

(44) En el régimen jurídico español no se ha hecho uso de la posibilidad, contemplada en el artículo 4.4 de la Directiva 97/9, de limitar la cobertura a un determinado porcentaje (no inferior al 90 por 100) del crédito del inversor, con el tope máximo de los 20.000. Por esta vía el inversor siempre soporta algo de riesgo en relación con la empresa de servicios de inversión, aún siendo pequeña su inversión.

(45) Para una reflexión sobre los términos «inversor profesional» e «inversor institucional», *vid.* AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA (1999: 4775).

(46) En relación con las instituciones de inversión colectiva, escribe SÁNCHEZ ANDRÉS (1999: 124): «... porque al sacar su dinero de los bancos, pierde el derecho a hacer uso del seguro de depósitos; y, al trasladarlo a los fondos de inversión, tampoco dispone de cobertura, ya que estas instituciones no cuentan con fondos de garantía. Llamar a estos "protección del inversor" es sencillamente un sarcasmo». Cuestión diferente es la cobertura de partícipe por el hecho de tener «depositadas» sus participaciones, o acciones, de una institución de inversión colectiva en una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión. Esta cobertura se refiere, por ejemplo, a la pérdida porque la entidad depositaria haya dado instrucciones indebidas a la sociedad de inversión mobiliaria o a la entidad gestora de la institución de inversión colectiva. Pero no supone una pérdida en el patrimonio de ésta, como puede suceder cuando se trata de la falta de cobertura de la propia institución de inversión colectiva al invertir su patrimonio en valores e instrumentos financieros.

(47) Las actividades tipificadas en exclusiva para su ejercicio por una clase de entidades no pueden ser ejercidas por otras entidades.

(48) El artículo 8.1 de la Directiva 97/9 determina que la cobertura se aplicará al importe total del crédito del inversor en una misma empresa de inversión.

(49) Para atender los derechos a indemnización «preexistentes», y con carácter excepcional, se dictó una norma especial para la fijación del primer *dies a quo* a computar para hacer el pago de las primeras indemnizaciones. El artículo 74 de la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, lo fijó en el día 1 de enero de 2002 en los siguientes términos: «Cuando una empresa de servicios de inversión haya sido declarada en estado de quiebra o se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad, con anterioridad a la fecha de entrada en vigor de la presente disposición —1 de enero de 2002—, los plazos para satisfacer los derechos de los inversores que, en su caso, procedan, previstos en el artículo 13 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, se contarán desde el 1 de enero de 2002».

(50) La Directiva 97/9 utiliza la expresión «circunstancias absolutamente excepcionales».

(51) En los casos AVA y Gescartera el plazo había concluido el día 30 de junio de 2002, sin que se hubieran realizado los pagos (*Cinco Días*, 13 de julio de 2002: 7). Éstos comenzaron el 15 de octubre de 2002. En diciembre se habían abonado las indemnizaciones a unos 40 clientes de Gescartera y a ninguno de AVA (*El País*, 22 de diciembre de 2002, p. negocios/15).

(52) El artículo 77.7 de la LMV dice que los inversores «podrán solicitar a la sociedad gestora». No impone. No establece una obligación, deber o condición. Sobre la base de «la fórmula seguida en Derecho comparado, donde no existe automatismo alguno en este sentido», FERNÁNDEZ DE ARAOZ (1996: 206) mantiene que el texto del artículo 77.7 citado es «inequívoco» y que «debe subrayarse que la solicitud que necesariamente debe plantear el inversor se realizará ante la sociedad gestora del fondo».

(53) Que salvo prescripción expresa, se deberá entender que es la general de naturaleza personal de quince años establecida en el artículo 1964 del Código Civil.

(54) Téngase en cuenta que el proyecto de Ley Concursal prevé el mantenimiento de la legislación específica del sistema financiero en materia concursal: «En los concursos de entidades de crédito o entidades legalmente asimiladas a ellas, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras se aplicarán las especialidades que para las situaciones concursales se hallen establecidas en su legislación específica, salvo las relativas a composición, nombramiento y funcionamiento de la administración judicial». (disp. adic. 2ª Proyecto de Ley Concursal, *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, Congreso de los Diputados, Serie A, 23 de julio de 2002, núm. 1011).

(55) En este sentido, *vid*. FERNÁNDEZ DE ARAOZ (1996: 207-208).

(56) Cuando se dice «quien entregará» refiriéndose al fondo de garantía de inversiones, se está realizando una personificación que no resulta acorde con la falta de personalidad de fondo. Con mayor corrección se podría decir: «en cuyo nombre la sociedad gestora entregará». Es siempre la sociedad gestora la que actúa en representación del fondo.

(57) Con anterioridad al desarrollo reglamentario del artículo 77 de la LMV, MÍNGUEZ (1999: 25) afirmaba «... la Ley prevé la posibilidad de que aquél —el fondo— enajene los valores para satisfacer el crédito, y el restante se restituya a la masa concursal o al patrimonio del suspenso». Por definición o hipótesis, no puede ser éste el destino de tales recursos. La hipótesis es que se trata de activos financieros sobre los que el inversor tiene la titularidad y que no pertenecen al patrimonio de la entidad adherida. Si hay un incremento de valor de dichos activos tras el reconocimiento, comprobación y valoración a fecha de declaración de la insolvencia, parece razonable que dicho incremento se impute a quien ostenta la titularidad del crédito: el inversor y el fondo de garantía de inversiones tras el pago de la indemnización, quienes la ostentaran en una proporción que puede ir de cero a cien en el caso de que la indemnización haya cubierto la totalidad de los derechos de inversor por no superar éstos los 20.000 euros establecidos.

(58) El párrafo tercero del artículo 7 del RD 948/2001 menciona sólo valores. Teniendo presente la disposición legal y el párrafo anterior del propio artículo 7 del RD 948/2001, que menciona también los instrumentos financieros, habrá que entenderlos a éstos también incluidos.

(59) Como disposición de carácter general, *vid*. por todas la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico (*BOE*, n.º 166, de 12 de julio).Como disposición específica en el sector financiero, *vid*. la Circular número 3/2001, de 24 de septiembre, del Banco de España, a entidades de crédito, que modifica la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela (*BOE*, n.º 242, de 9 de octubre). La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero contiene un capítulo IV específico intitulado «Impulso al empleo de técnicas electrónicas», donde se añade un nuevo texto al artículo 79 de la LMV para contemplar expresamente la posibilidad de contratación por medios electrónicos en el ámbito de la prestación de servicios financieros, habilitando al ministro de Economía para regular las especialidades de la contratación electrónica relacionada con los servicios de inversión.

(60) Literalmente, el artículo 14.2 del RD 948/2001 dispone:

«*Las sociedades gestoras de los fondos insertarán* anualmente en su Memoria anual la relación de las entidades adheridas. Esta Memoria deberá depositarse anualmente en la CNMV para su consulta pública.

La CNMV, a partir de la información que le remitan *las sociedades gestoras*, complementará la información contenida en el Registro público de empresas de servicios de inversión previsto en el párrafo f) del artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores, con los datos relativos al fondo al que se encuentren adheridas cada una de dichas entidades. A tal efecto, *las sociedades gestoras de los fondos vendrán obligadas* a informar a la CNMV cada vez que se produzca un *alta o una baja en los fondos*».

(61) Téngase presente que la Ley 53/2002 sólo ha dado nueva redacción al apartado 3 del artículo 12 del RD 948/2001. Pero el resto del artículo, al igual que otros preceptos del Decreto, ha sido afectado por las modificaciones introducidas por la citada Ley. En consecuencia, de acuerdo con el artículo 96.tres de dicha Ley, se deberá modificar su redacción para adecuarla a la nueva situación en la que el régimen jurídico aplicable sólo contempla la existencia de un fondo de garantía de inversiones.

(62) Período de preaviso mínimo contemplado por el artículo 5.2 de la Directiva 97/9 y establecido por el artículo 12.4.a) del RD 948/2001.

(63) Téngase en cuenta que, entre las funciones que tiene la sociedad gestora, se encuentra: «Adoptar las medidas necesarias para el cumplimiento de las obligaciones de aportación al fondo o al capital social de la sociedad gestora por parte de las empresas de servicios de inversión que deban adherirse al sistema de garantía».(art. 20.7ª RD 948/2001).

(64) En caso de la convocatoria de la junta general de una gran sociedad anónima, puede no justificarse anualmente el coste de una comunicación individualizada de la misma a los accionistas, quienes, por otra parte, pueden interesarse personalmente por un evento que, al menos anualmente, acontece sobre las mismas fechas. Sin embargo, en el caso de eventos legalmente previstos, pero que no tienen por qué acaecer, y menos ser previsible su acaecimiento, se salvaguarda mejor la protección del inversor y su derecho a conocer una información o cambio que le afecta si se le comunica de forma individualizada. Tal ocurre, por ejemplo, en el caso de fusión de fondos de inversión, donde se comunica a cada partícipe el proyecto de fusión y su derecho de separación en el plazo de un mes (art. 23 bis. segundo Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva). Igual obligación de comunicación se podría haber previsto para el caso de finalización de la cobertura del fondo de garantía de inversiones.

(65) De hecho, la disposición transitoria 1ª del RD 948/2001 establecía primero la constitución de la sociedad gestora del fondo previsto en el artículo 2.1 de dicho Decreto (el texto hace una remisión difusa al artículo 2, que contemplaba también el segundo fondo); y, en segundo lugar, la disposición transitoria tercera ordenaba la constitución del fondo por parte de la sociedad gestora.

(66) En otra dirección, se ha cuestionado incluso la necesidad de que exista una sociedad gestora constituida *ad hoc* para la representación y administración de los fondos de garantía de inversiones, afirmándose que «no existiría inconveniente en que la administración cotidiana de algunos fondos de garantía de inversiones se encomendase a las propias entidades asociativas que promoviesen su constitución, siempre y cuando quedase adecuadamente salvaguardada la posición de tales fondos como patrimonios separados y legalmente afectados a la citada finalidad tuitiva» (AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA,1999: 4770).

(67) El artículo 15 y el preámbulo del RD 948/2001 siguen todavía en su texto refiriéndose a la anterior posibilidad de existencia de distintas sociedades gestoras para regir los dos fondos cuya posible existencia contemplaba el anterior régimen jurídico aplicable a esta materia, cuando dice que las sociedades gestoras «se constituirán como sociedades anónimas, cuyo capital será suscrito por las entidades adheridas a cada fondo, con arreglo a los mismos criterios a los que se ajustan las aportaciones a dicho fondo».

(68) Los artículos 15 a 22 del RD 948/2001 contienen el régimen jurídico de la sociedad gestora. Dichos artículos desarrollan los apartados 2 a 4 del artículo 77 de la LMV. El apartado 3 se remite a los párrafos tercero, cuarto, quinto y sexto del artículo 48 de la LMV, que en 1998 contenían un régimen especial de ajuste anual de la distribución del capital social de las sociedades rectoras de Bolsa entre los miembros de este mercado secundario. El artículo 18 del RD 948/2001 recoge dicho procedimiento de ajuste para la sociedad gestora del fondo de garantía de inversiones. Pero la remisión del artículo 77.3 al 48 ya no resulta ajustada, puesto que este último precepto fue modificado por el artículo 69.2 de la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social (*BOE*, n.º 313, de 30 de diciembre; corrección de errores en *BOE*, n.º 155, de 29 de junio de 2001) para disponer que sólo serán accionistas de la sociedad rectora de cada Bolsa los miembros de ésta que lo deseen (hasta entonces era obligatorio para todos) y permitir la entrada de otras entidades o personas. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA (1999: 4.772) señalaba el paralelismo entre el régimen de pertenencia a las sociedades rectoras de las bolsas y el de las sociedades gestoras de los fondos de garantía de inversiones. Y, como luego ocurriera con la liberalización para ser accionista de las sociedades rectoras de las bolsas, propugnaba que no se aplicara «a las entidades gestoras de los Fondos de Garantía de las Inversiones un régimen que impida la participación accionarial de otras instituciones que pueden tener un protagonismo activo respecto de los Fondos de Garantía y que, consecuentemente, debieran estar representadas en el accionariado de las respectivas sociedades gestoras»

(69) Los dos últimos párrafos del artículo 21 del RD 948/2001 disponen: «Asimismo, en el Consejo de Administración de la Gestora de *los fondos de* Garantía de Inversiones se integrará, con voz y sin voto, un representante de cada Comunidad Autónoma con competencias en la materia en la que exista un mercado secundario oficial, con las funciones de velar por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad de fondo.

«Los miembros del Consejo de Administración y cuantas personas trabajen en la sociedad gestora estarán obligados a guardar secreto de cuanta información conozcan en virtud de su participación en las tareas del fondo, no pudiendo hacer uso de la misma para finalidades distintas de las relacionadas con el ejercicio de su cargo» (párrafo último añadido por el art. 96.dos.g Ley 53/2002).

(70) El sometimiento a auditoria de la sociedad gestora del fondo de garantía de inversiones está expresamente previsto en la LMV por la remisión que el artículo 86.1 hace al artículo 84.1, cuya letra f) contempla precisamente este tipo de entidades.

BIBLIOGRAFÍA

AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J. (1999), «Los fondos garantía de inversiones», en *Instituciones del mercado financiero* (dir. ALONSO UREBA, A., y MARTÍNEZ SIMANCAS, J.), t. VII, Madrid: 4755-4785.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. (1996), «Fondo de garantía de inversiones», en *La reforma del mercado de valores* (coord. A. J. TAPIA HERMIDA y J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE), *Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 4: 161-211.

GRANDÍO DOPICO, A. y NOVO PETEIRO, J. A. (2001), *Regulación financiera y protección del inversor. 1, 2, 3... Gescartera*, La Coruña.

KIRCHNER, P. y SALINAS, C. (1999), *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Valencia.

MÍNGUEZ, R. (1999), «El nuevo Fondo de Garantía de Inversiones», PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, n.º 65: 21-27.

ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. (1982), «El estado de crisis económica», en *La reforma del Derecho de quiebras. Jornadas sobre la reforma del Derecho concursal*, Madrid: 121.

SALINAS ADELANTADO, C. (1997), «La nueva regulación de los Fondos de Garantías de Depósito», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 66: 431.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1999), «La protección del inversor y el Fondo de Garantía de Inversiones», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 75: 111-130.

SÁNCHEZ CALERO, F. (1981), «El Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 1: 11-77.

SERVICIO DE ESTUDIOS «LA CAIXA» (2002), «Los fondos de garantía de depósitos en el año 2001», *Informe Mensual*, julio-agosto: 69-77.

VIGUERA RUBIO, J. M.ª (2000), «Presupuestos y clases de quiebra», en *Derecho Mercantil* (coord. G. J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ), Barcelona: 713-727.

Aspectos operativos del Fondo General de Garantía de Inversiones

Cristóbal de Barrionuevo Urgel (*)

I. INTRODUCCIÓN

El *Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores,* aprobado por vía de urgencia poco después de la intervención de la empresa de servicios de inversión Gescartera Dinero, A.V., S.A. (en lo sucesivo, GESCARTERA) por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en lo sucesivo, CNMV), desarrolla finalmente los sistemas de indemnización de los inversores previstos en la *Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores,* transpuesta al ordenamiento jurídico español mediante el Artículo 77 de la *Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.* Dicho Real Decreto establece, en su Artículo 2, la creación de un «fondo de garantía de inversiones» —que se constituirá como «un patrimonio separado, sin personalidad jurídica»— y de la gestora que asumirá las funciones de representación y gestión del fondo de nueva creación.

De acuerdo con lo previsto en el punto 1 de la Disposición Transitoria Primera del Real Decreto 948/2001, el Consejo de la CNMV, en su reunión del día 18 de septiembre de 2001, autorizó la constitución de Gestora del Fondo General de Garantía de Inversiones, S.A. (en lo sucesivo, Gestora), cuyo objeto es la representación y gestión del fondo de garantía de inversiones a que hace referencia el Artículo 2.1 del Real Decreto 948/2001.

El 27 de septiembre de 2001, las empresas de servicios de inversión que debían adherirse al sistema de garantía establecido por la nueva normativa (en lo sucesivo, Entidades Adheridas) constituyeron la Gestora y ésta, inmediatamente, inició los trabajos necesarios para la constitución del Fondo General de Garantía de Inversiones (en lo sucesivo, FOGAIN).

El 29 de noviembre de 2001, la Gestora presentó a la CNMV, para su aprobación, su presupuesto correspondiente al período comprendido entre el 27 de septiembre de 2001 (fecha de su constitución) y el 31 de diciembre de 2001 y el presupuesto del FOGAIN correspondiente al período comprendido entre su fecha de constitución y el 31 de diciembre de 2001.

De acuerdo con lo previsto en el citado punto 1 de la disposición transitoria tercera del Real Decreto 948/2001, tras la aprobación del presupuesto inicial por parte del Consejo de la CNMV, en su reunión del día 29 de noviembre de 2001, la Gestora constituyó el FOGAIN el pasado 30 de noviembre de 2001, con un patrimonio inicial de tres millones de euros, aproximadamente.

El mencionado Real Decreto incluye, también, normas concretas referidas al ámbito territorial y cobertura garantizada por el FOGAIN, su régimen económico, funciones de la Gestora y otras materias afines. A lo largo de la presente colaboración, intentaremos ir analizando el reflejo operativo de dichas normas en lo que respecta al FOGAIN creado por las empresas de servicios de inversión al amparo del citado Real Decreto 948/2001, sin analizar los aspectos operativos del nuevo papel como garantes de inversiones de los Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito (en lo sucesivo, FGD). A estos últimos únicamente nos referiremos en la medida en que dicho análisis sea necesario para ilustrar las posibles alternativas a la actual regulación del FOGAIN y de su Gestora.

Andrew Crockett (1), presidente del Foro para la Estabilidad Financiera, señalaba respecto de los sistemas de garantía de depósitos ciertas conclusiones que, a nuestro entender, son aplicables a un sistema de garantía de inversiones, y que bien pueden enmarcar el objeto del análisis que se pretende a lo largo de esta colaboración:

1) La garantía otorgada debe ser explícita y limitada, aclarando las obligaciones de los depositantes y limitando la posibilidad de decisiones discrecionales que puedan conllevar el ejercicio de acciones arbitrarias.

2) Si se desea evitar el peligro moral que implica todo sistema de garantía y que éste sea creíble, es necesario que el sistema de garantía de depósitos esté correctamente diseñado, adecuadamente puesto en ejecución y, sobre todo, bien comprendido por la opinión pública.

La efectiva creación y puesta en funcionamiento del FOGAIN y su Gestora ha puesto de manifiesto las imperfecciones del esquema normativo contenido en el Real Decreto 948/2001 y de las dificultades inherentes a su aplicación. Las imperfecciones se hacen especialmente visibles cuando se observa que para los FGD el mismo Real Decreto ha consagrado soluciones distintas. La diferencia de régimen se hace especialmente difícil de aceptar cuando existe una misma Directiva (la Directiva 97/9/CE) que regula los sistemas de garantías de inversores, previendo que proporcionen una misma cobertura, ya se trate de clientes de entidades de crédito o de empresas de servicios de inversión. La pretendida equiparación entre ambos grupos de fondos de garantía de inversiones es lógica si tanto las empresas de servicios de inversión como las entidades de crédito pueden prestar los mismos servicios de inversión, como ocurre desde el inicio del año 2000.

Si bien las reformas introducidas en el Artículo 96 de la *Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social* tanto en la Ley del Mercado de Valores como en el Real Decreto 948/2001 corrigen en parte las imperfecciones observadas, se trata de un primer paso en la dirección correcta, un primer paso en un camino que se adivina largo. En general, es posible calificar positivamente las modificaciones introducidas, aunque consideramos que no tienen el alcance necesario para solucionar plenamente las carencias del Real Decreto 948/2001.

La presente colaboración se dividirá en tres bloques de análisis:

1) Aspectos relativos a la relación del FOGAIN con los inversores.

2) Aspectos relativos a la relación del FOGAIN con las Entidades Adheridas.

3) Aspectos relativos al funcionamiento interno del FOGAIN y su Gestora.

Finalmente, apuntaremos resumidamente algunas de las mejoras que a nuestro juicio son necesarias para un correcto funcionamiento del FOGAIN y que permitirían a éste satisfacer el fin último para el que fue creado.

II. RELACIÓN CON LOS INVERSORES

1. Retroactividad

1.1. *Antecedentes*

Pese a que la Disposición Final Primera de la Ley 37/1998 establece, en su apartado b), que la entrada en vigor de las previsiones del Título VI de la Ley, Artículo 77, relativo a los fondos de garantía de inversiones, respecto a los supuestos a los que les es aplicable coincidiría con la fecha de vigencia de la *Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables* —ésta entró en vigor en la fecha de su publicación en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas,* 11 de junio de 1993 (número 141/1993)—, la Disposición Final Cuarta del Real Decreto 948/2001, señala que la entrada en vigor de los preceptos del citado Real Decreto se retrotrae al 1 de julio de 1993 en lo que se refiere a la cobertura de los fondos de garantía de inversiones.

En este sentido, cabe destacar que el Grupo Parlamentario Socialista, que fue quien presentó en la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados la enmienda *in voce* al proyecto de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores con el fin de introducir el segundo párrafo de la citada disposición final primera, la justificaba del siguiente modo: «Recientemente se ha producido un acontecimiento importante desde este punto de vista. Una sociedad, una agencia de valores ha entrado en suspensión de pagos como consecuencia de unas prácticas de dudosa legalidad que han supuesto o pueden suponer que miles de pequeños inversores, miles de ciudadanos, estén en condiciones de perder sus inversiones y sus ahorros como consecuencia, repito, de unas prácticas negligentes de esta agencia de valores. Si este proyecto de ley hubiese tenido un trámite más rápido, hubiese estado ya aprobado y publicado en el *Boletín Oficial del Estado,* este fondo de garantía de inversiones ya hubiese estado operando y todos estos ciudadanos que se han visto traicionados en su buena fe hubiesen estado en mejores condiciones que las de hoy para poder recuperar sus ahorros, sus inversiones. Si no se modificara la actual disposición final primera, estos ciudadanos tendrían más importantes dificultades para recibir por lo menos una parte de dinero que pueden perder de forma inexorable» (2).

1.2. *Efectos sobre la solvencia del FOGAIN*

Quizá sea éste el aspecto más polémico de la nueva regulación de los sistemas de garantía de inversiones. Las indemnizaciones a pagar a los inversores por los casos de incumplimiento habidos entre el 1 de julio de 1993 y la fecha de entrada en vigor del Real Decreto

CUADRO NÚM. 1

DENOMINACIÓN SOCIAL	*NÚMERO DE REGISTRO*	*FECHA DE INCUMPLIMIENTO*	*TIPO DE INCUMPLIMIENTO*
Gescartera Dinero, A.V., S.A.	186	10-10-2001	Declaración administrativa
AVA Asesores de Valores, A.V., S.A.	148	25-02-1998	Suspensión de pagos
X.M. Patrimonios, A.V., S.A.	91	14-09-1995	Quiebra
Bolsa 8, A.V.B., S.A.	43	14-03-1994	Quiebra
Broker Balear, Agencia de Valores, S.A.	132	11-07-1994	Quiebra

Fuente: Elaboración propia.

948/2001 aún no han sido cuantificadas, habida cuenta de que FOGAIN, como más adelante se comentará, no actúa de oficio, sino a instancia de parte. El cuadro número 1 contiene determinada información sobre las mercantiles cuyos inversores pueden solicitar la ejecución de la garantía que prestan de los fondos de garantía de inversiones en virtud de la retroactividad de la cobertura.

Una primera estimación del importe aproximado de las indemnizaciones que debieran satisfacerse derivadas de declaraciones de incumplimiento de las empresas de servicios de inversión desde el 1 de julio de 1993 se presenta en el cuadro núm. 2, desglosada por empresa de servicios de inversión declarada en incumplimiento.

Respecto al resto de los incumplimientos no se dispone de estimaciones fiables. Este importe diferirá del definitivo por cuanto dicha estimación está realizada en función de las siguientes premisas:

— No se discrimina en ningún caso entre clientes cubiertos y clientes no cubiertos por la garantía del FOGAIN, según la clasificación establecida en el artículo 4 del Real Decreto 948/2001 y que se comenta más adelante.

— Para cada titular considerado, sólo se ha tenido en cuenta el importe máximo por titular cubierto por la garantía del FOGAIN (20.000 euros) o el importe reclamado, en caso de que este último fuera menor.

— En los casos de quiebras, las estimaciones se realizaron con los últimos datos de disponibles, que podrían diferir de los pendientes de pago tras el resultado de los procedimientos concursales pertinentes.

Resulta evidente que el patrimonio inicial del recién creado FOGAIN (tres millones de euros, aproximadamente) era insuficiente para hacer frente a las reclamaciones esperadas. Los efectos de la retroactividad impuesta a las obligaciones del FOGAIN eran los siguientes:

— Desde el punto de vista operativo —y por la premura de los plazos de que disponía para constituir y hacer operativo el Fondo que ha de gestionar— la Gestora venía obligada a iniciar eficazmente su actividad desde la misma fecha de su constitución; lo que exigía que pudiese disponer a partir de ese momento de unos medios y recursos (humanos y técnicos) acordes con los compromisos que debía asumir.

— Desde el punto de vista financiero, el Fondo nacía en una situación de quiebra necesaria, puesto que las obligaciones impuestas (pago de indemnizaciones a los inversores afectados por las declaraciones de incumplimiento de empresas de servicios de inversión entre el 1 de julio de 1993 y el 30 de noviembre de 2001) superaba con creces el patrimonio inicial del Fondo.

— Desde el punto de vista del sistema financiero, la aplicación estricta de las normas contenidas en el artículo 8.3 del Real Decreto 948/2001 para situaciones de desequilibrio patrimonial en el Fondo introducía un innecesario riesgo sistémico, al requerir que dicho desequilibrio fuese subsanado mediante la imposición a las Entidades Adheridas de derramas de pago obligatorio que, en un escenario bajista del ciclo económico donde nos encontramos, podrían llevar a la quiebra a numerosas empresas de servicios de inversión.

Ante esta situación, la *Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social* (la denominada «Ley de Acompañamiento de los Presupuestos») estableció que, con carácter excepcional, las indemnizaciones que, de acuerdo con lo dis-

CUADRO NÚM. 2

	MILLONES DE EUROS
Gescartera Dinero, A.V., S.A.	27,4
AVA Asesores de Valores, A.V., S.A.	39,3
X.M. Patrimonios, A.V., S.A.	0,2
Broker Balear, Agencia de Valores, S.A.	1,2
	68,1

Fuente: Elaboración propia.

puesto en el apartado segundo de la Disposición Final Primera de la Ley 37/1998 se deriven de declaraciones de incumplimiento dictadas con anterioridad a la fecha de entrada en vigor de la propia Ley 24/2001 (1 de enero de 2002) habrán de ser satisfechas conjuntamente por los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito (los FGD) y por el FOGAIN.

Mediante oficio de fecha 1 de agosto de 2002, la Secretaría de Estado de Economía fijó los porcentajes para la distribución entre los FGD y el FOGAIN del coste de las indemnizaciones derivadas de la retroactividad del sistema de garantía de los inversores (cuadro núm. 3).

De acuerdo con las cuentas anuales de los FGD correspondientes al ejercicio 2001, a 31 de diciembre de 2001 el patrimonio neto no comprometido de éstos ascendía a 3.720 millones de euros, aproximadamente.

Esta provisión normativa solventaba el riesgo sistémico introducido por el propio legislador y permitía asegurar a las empresas de servicios de inversión y al sistema financiero en su conjunto la viabilidad económica del recién creado FOGAIN.

Respecto a la retroactividad de la norma y la resolución del riesgo sistémico, cabe mencionar finalmente que diputados del grupo parlamentario socialista han promovido un recurso de inconstitucionalidad contra la totalidad de la Ley 24/2001, y especialmente contra los artículos 74 a 78 de la misma (3). Por tanto, el efecto que la retroactividad del sistema de garantía de inversiones pueda tener en el sector de las empresas de servicios de inversión no está definido completamente.

1.3. *Aplicación retroactiva de la norma*

Establecido, pues, el principio de retroactividad del sistema de garantía de los inversores, ni la Ley 24/2001 ni el Real Decreto 948/2001 resuelven los problemas que plantea la aplicación con carácter retroactivo de dicha normativa en cuanto a la determinación del importe que debe ser abonado a los inversores en ejecución de la garantía que presta el sistema de garantía de inversiones.

Hasta el momento, el Ministerio de Economía no ha dictado norma alguna que desarrolle lo previsto en el Artículo 74 de la Ley 24/2001 en ejecución de lo dispuesto en el apartado 7 de dicho Artículo, correspondiendo, por tanto, a la Gestora la interpretación de las normas del Real Decreto 948/2001 y de la legislación concordante en orden a determinar los criterios que deben servir de base para el abono de las indemnizaciones derivadas de la retroactividad del sistema de cobertura del FOGAIN.

El Artículo 6.2 del Real Decreto 948/2001 señala que «la determinación de la posición del inversor se hará contabilizando todas las cuentas o posiciones abiertas a su nombre en una empresa de servicios de inversión, teniendo en cuenta el signo de sus saldos, cualesquiera que fuesen las monedas de denominación, hasta establecer su posición acreedora global frente a dicha empresa». De conformidad con dicho artículo, el cálculo de la posición del inversor «se realizará tomando la cuantía de los recursos dinerarios y el valor de mercado de los valores o instrumentos que le pertenezcan en el momento de las declaraciones previstas en el Artículo 5.1».

Para ilustrar la dificultad que entraña la aplicación retroactiva de la normativa, utilizaremos el caso de AVA Asesores de Valores, A.V., S.A. (en lo sucesivo, AVA).

En el caso AVA, la posición del inversor debe calcularse a la fecha en que se tuvo judicialmente por solicitada la suspensión de pagos de la entidad (25 de febrero de 1998). No obstante, esta posición ha variado como consecuencia de lo acordado en el convenio de suspensión de pagos, que ha posibilitado la restitución de recursos dinerarios a los inversores. En este sentido, el día 24 de marzo de 2001 se produjo la aprobación definitiva del convenio de suspensión de pagos, en cuya virtud se restituyó a los acreedores el 70 por 100 de su posición acreedora, así como el compromiso de cobrar el 10 por 100 transcurridos veinte meses contados desde la fecha de la resolución judicial aprobatoria del convenio y el 20 por 100 restante transcurridos cuarenta meses desde dicha resolución judicial.

El Real Decreto 948/2001 no regula expresamente el supuesto de devolución de los recursos dinerarios depositados en la empresa de servicios de inversión con pos-

CUADRO NÚM. 3

	PORCENTAJE
Fondo General de Garantía de Inversiones	0,17
Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios	53,98
Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros	40,90
Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito	4,95

terioridad a la declaración de insolvencia y con anterioridad al pago de las cantidades garantizadas.

La razón de que el Real Decreto 948/2001 no contemple estos supuestos se debe, probablemente, a que parte de las siguientes presunciones:

— En condiciones normales, la mayoría de de los inversores presentarán sus reclamaciones de indemnización en un breve plazo a partir del incumplimiento de la empresa de servicios de inversión.

— Suponiendo una diligencia adecuada por parte del personal de la Gestora en la comprobación del derecho que reclamen los inversores, una eficacia en la obtención de las necesarias confirmaciones de terceros que corroboren el derecho a una indemnización alegado y el cumplimiento de los plazos de pago establecidos —tres meses o, en su caso, seis meses (si se solicita y concede la prórroga a que hace referencia el Artículo 13.1 del Real Decreto 948/2001) *a partir de la fecha en que el derecho del reclamante ha sido debidamente comprobado*—, no parece probable que se autorice o se acuerde el pago de cualquier cantidad o el reembolso de un valor por la autoridad correspondiente antes de que se produzca el abono de las indemnizaciones.

Precisamente, el Real Decreto 948/2001 no sólo quiere garantizar a los inversores el reembolso de una cantidad mínima, sino que ésta, además, se abone en breve plazo, normalmente con carácter previo a la aprobación del convenio de suspensión de pagos.

En el caso que nos ocupa, ante la falta de regulación expresa, debe hacerse, en mi opinión, una interpretación analógica y extensiva de los preceptos del Real Decreto 948/2001 a aquellos supuestos en los que la declaración de insolvencia se hubiera producido con anterioridad a la entrada en vigor del mismo, conforme con el principio de equidad, de tal manera que la solución que se adopte no determine que los clientes de AVA sean de mejor o peor condición que aquellos inversores que en su día, y con posterioridad a la entrada en vigor del citado Real Decreto, puedan verse afectados por la declaración de insolvencia de una empresa de servicios de inversión.

En definitiva, si la aplicación del Real Decreto 948/2001 a los supuestos que en él se contemplan como «normales» determina que la cobertura del FOGAIN alcance un nivel dado, se trata de que a los supuestos de aplicación retroactiva les sea de aplicación el mismo grado de cobertura. Nos parece que ésta fue la voluntad del legislador cuando estableció la aplicación retroactiva de la normativa, y que los supuestos anteriores han de ser considerados «semejantes», concurriendo «identidad de razón», con los que se produzcan a partir de la entrada en vigor del citado Real Decreto (Artículo 4.1 del Código Civil).

A la vista de lo expuesto, para determinar la posición global de los clientes de AVA deben contabilizarse todas sus cuentas o posiciones abiertas a su nombre a la fecha en que se tuvo judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos, es decir, 25 de febrero de 1998.

En relación con dichas posiciones, se aplicaría el principio general recogido en el Apartado 1 del Artículo 6 del Real Decreto 948/2001, que establece que «los fondos garantizarán que todo inversor perciba el valor monetario de su posición acreedora global frente a dicha empresa, con el límite cuantitativo de 20.000 euros». Es decir, que el FOGAIN garantiza que el cliente de AVA perciba el valor monetario de su posición acreedora global frente a dicha mercantil, fijado a la fecha en que se tuvo judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de AVA.

Para determinar el importe de la indemnización a cargo del FOGAIN, consideramos ajustado a derecho partir del principio de que su importe sea el mismo que el que hubiera sido si los inversores hubieran percibido cantidades de AVA con posterioridad al pago inicial del FOGAIN. Es decir, partir de que el FOGAIN hubiera abonado la cantidad que hubiera correspondido a los inversores de AVA, con el límite de 20.000 euros, y de que se hubiera aplicado lo dispuesto en el párrafo primero del Artículo 7 del Real Decreto 948/2001, que establece el derecho de subrogación del FOGAIN en las cantidades garantizadas, de tal manera que las cantidades restituidas en virtud del convenio se considerarían devueltas al FOGAIN proporcionalmente al importe de su deuda.

Si bien esta postura parece, a nuestro juicio, la más razonable, muchos inversores, a la hora de cuantificar la indemnización solicitada, han considerado que la cobertura del FOGAIN se extiende, siempre con el límite máximo de 20.000 euros, a la pérdida soportada por el inversor en el momento de presentación de la solicitud de reclamación. Las alegaciones formuladas en sus escritos de reclamación ignoran la aplicación retroactiva del Real Decreto 948/2001, así como que la fecha en que se fija la posición acreedora global del cliente en la empresa de servicios de inversión a que se refiere el Artículo 6.2 del Real Decreto 948/2001 debe coincidir con la fecha de declaración de incumplimiento de la empresa de servicios de inversión, tal y como expresa el Artículo 5.1.

A efectos de ilustrar la diferencia entre ambas posiciones, a continuación analizamos el supuesto de un inversor que hubiera confiado 50.000 euros a una empresa de servicios de inversión que posteriormente es declarada en incumplimiento y de la que posteriormente se recupera el 35 por 100 de la inversión.

En un supuesto no afectado por la retroactividad de la norma, el proceso de cálculo de la posición acreedora neta (pérdida potencial tras la actuación del FOGAIN) que finalmente mantendría el inversor sería el que se presenta en el cuadro núm. 4.

De acuerdo con la interpretación propugnada en estas páginas, la posición acreedora neta (pérdida potencial tras la actuación del FOGAIN) que mantendría el inversor que hubiese confiado su dinero a una empresa de servicios de inversión que se declarase en incumplimiento con anterioridad a la fecha de entrada en vigor del Real Decreto 948/2001 sería la recogida en el cuadro núm. 5.

Por tanto, en ambos casos el inversor sufriría un quebranto equivalente. Sin embargo, si utilizásemos la teoría alternativa, el resultado para el inversor sería distinto dependiendo de si el incumplimiento ha sido declarado con anterioridad o con posterioridad a la fecha de entrada en vigor del Real Decreto 948/2001 como se aprecia en el cuadro núm. 6.

Como se puede apreciar por este sencillo ejemplo, la interpretación propugnada desde estas páginas es aquella que evita que los clientes de las empresas de servicios de inversión declaradas en incumplimiento durante el período de retroacción puedan ser de mejor condición que aquellos inversores que, con posterioridad a la entrada en vigor del citado Real Decreto, puedan verse afectados por la declaración de insolvencia de una empresa de servicios de inversión.

En caso de que se aceptase la interpretación propugnada por los inversores, que implica que el FOGAIN no cubre la inversión, sino la pérdida a la fecha de la reclamación, se produciría un doble efecto:

1) Se desvirtuaría una de las premisas fundamentales sobre las que se asientan los sistemas de protección a los inversores, puesto que se eliminaría el incentivo para que los inversores, en su búsqueda de la optimización del binomio rentabilidad-riesgo, participen en el proceso de «selección natural» de los operadores.

2) Sin preceptos expresos en el Real Decreto 948/2001 sobre la caducidad de la acción de reclamación, se incentivaría el retraso en la presentación de ésta hasta que el inversor hubiese ejercitado todas las acciones posibles contra la empresa de servicios de inversión declarada en incumplimiento y estuviese

CUADRO NÚM. 4

Posición acreedora global frente a la empresa de servicios de inversión	*[a]*	€ 50.000,00
Indemnización cobrada del FOGAIN	*[b]*	€ 20.000,00
Cobertura del FOGAIN	*[c] = [b] / [a]*	40,00 por 100
Posición remanente del inversor	*[d] = [a] - [b]*	€ 30.000,00
Importe recuperado de la empresa de servicios de inversión	*[e] = [a] x 35 por 100*	€ 17.500,00
Importe recuperado por el inversor	*[f] = [d] x 35 por 100*	€ 10.500,00
Posición acreedora neta del inversor	*[g] = [a] - [b] - [f]*	€ 19.500,00
Pérdida potencial máxima	*[h] = [g] / [a]*	39,00 por 100

CUADRO NÚM. 5

Posición acreedora global frente a la empresa de servicios de inversión	*[a]*	€ 50.000,00
Importe recuperado de la empresa de servicios de inversión	*[b] = [a] x 35 por 100*	€ 17.500,00
Posición remanente del inversor	*[c] = [a] - [b]*	€ 32.500,00
Indemnización cobrada del FOGAIN	*[d] = ([c] / [a]) x 20.000*	€ 13.000,00
Posición acreedora neta del inversor	*[e] = [a] - [b] - [d]*	€ 19.500,00
Pérdida potencial máxima	*[f] = [e] / [a]*	39,00 por 100

CUADRO NÚM. 6

Posición acreedora global frente a la empresa de servicios de inversión	*[a]*	€ 50.000,00
Importe recuperado de la empresa de servicios de inversión	*[b] = [a] x 35 por 100*	€ 17.500,00
Posición remanente del inversor	*[c] = [a] - [b]*	€ 32.500,00
Indemnización cobrada del FOGAIN	*[d]*	€ 20.000,00
Posición acreedora neta del inversor	*[e] = [a] - [b] - [d]*	€ 12.500,00
Pérdida potencial máxima	*[f] = [e] / [a]*	25,00 por 100

razonablemente seguro de que no obtendrá resarcimiento de otras fuentes. Ello tendría un doble efecto: *a)* reduciría las posibilidades de que el FOGAIN (e indirectamente, el resto de las empresas de servicios de inversión) recuperase parte de los recursos invertidos en abonar indemnizaciones, y *b)* alargaría los plazos de resolución de cada uno de los «siniestros» que se produjesen en el sector, incrementando su grado de inseguridad.

2. Cobertura

El Artículo 4 del Real Decreto 948/2001, en su Apartado 2, establece que el FOGAIN «cubrirá la no restitución por parte de sus entidades adheridas, como consecuencia de una situación de insolvencia... del dinero o de los valores o instrumentos financieros... que pertenezcan a sus clientes».

De acuerdo con la *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión,* «las entidades deberán tener identificados en todo momento los valores, efectivo y operaciones en curso de cada cliente, y mantenerlos separados de los del resto de clientes y del propio gestor. A tal fin, el depósito de valores y de efectivo deberá realizarse en cuentas contratadas directamente por el cliente». Esta disposición, unida al derecho de segregación de los valores mobiliarios contenido en el derecho mercantil español y a que, de acuerdo con la *Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre modelos normalizados de contrato-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión y otros desarrollos de la Orden ministerial de 7 de octubre de 1999 de desarrollo del código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión,* las cuentas de efectivo de clientes deben estar abiertas en una entidad de crédito, y únicamente se pueden mantener cuentas de efectivo de clientes en las propias empresas de servicios de inversión con carácter instrumental y transitorio, nos llevan a concluir que el principal riesgo cubierto por el FOGAIN es el de fraude.

El objetivo de estos sistemas de indemnización es ofrecer a los inversores no profesionales una cobertura cuando no puedan obtener de una empresa de servicios de inversión o de una entidad de crédito el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan y que aquéllas tuvieran en depósito con motivo de la realización de servicios de inversión. En ningún caso la cobertura alcanza a las pérdidas de valor de la inversión o cualquier riesgo de crédito.

El Real Decreto 948/2001 establece en 20.000 euros el importe máximo garantizado a los inversores que hayan confiado efectivo, valores u otros instrumentos financieros a una empresa de servicios de inversión. Sin embargo, establece numerosas restricciones a dicho límite, restricciones que a continuación pasamos a analizar.

2.1. *Tipo de riesgo cubierto*

En ausencia de riesgos sistémicos, los riesgos principales existentes en el sector de las empresas de servicios de inversión son el riesgo de fraude en perjuicio de los clientes y el riesgo de negligencia profesional.

El esquema normativo de los fondos de garantía de inversiones únicamente ofrece cobertura frente al primero de estos riesgos. Por el contrario, quedan fuera del ámbito de cobertura:

— El riesgo de mercado y el riesgo de negligencia profesional; o, lo que es lo mismo, desde el punto de vista del inversor, la acumulación de pérdidas o la ausencia de beneficios con respecto a la referencia de inversión debido a lo erróneo de la estrategia o a las decisiones de la empresa de servicios de inversión a la hora de invertir el patrimonio cedido en gestión por el inversor.

— El riesgo de crédito o de contrapartida; el FOGAIN no cubre las pérdidas originadas por la incapacidad del emisor de valores de cumplir con las obligaciones derivadas de su emisión. De esta manera, se exceptúa, por ejemplo, de la cobertura del FOGAIN a los tenedores de bonos o pagarés emitidos por la propia empresa de servicios de inversión declarada en incumplimiento. Es el caso de los inversores que adquirieron pagarés emitidos por GESCARTERA o entidades de su grupo económico.

Tienen la consideración de garantizados el efectivo, los valores negociables u otros instrumentos financieros previstos por la Ley del Mercado de Valores que hayan sido confiados a una empresa de servicios de inversión para su depósito o registro o para la realización de algún servicio de inversión, excepto en el caso de servicios realizados en territorios definidos como paraísos fiscales.

Por lo que se refiere al riesgo derivado de los depósitos en efectivo, teniendo en cuenta que las empresas de servicios de inversión no pueden captar depósitos y que únicamente pueden mantener saldos transitorios, en una eventual situación de crisis de solvencia la cuantía del riesgo asumido debería ser pequeña.

En lo que respecta al riesgo de que una empresa de servicios de inversión en situación de crisis de solven-

cia no pueda restituir al inversor los valores, éstos en principio no deberían verse afectados por dicha situación de insolvencia, puesto que el derecho español ha reforzado la garantía de propiedad de los valores, por lo que un inversor no debería tener dificultades a la hora de rescatar los valores anotados a su nombre. Sin embargo, la experiencia demuestra que dicho derecho de segregación no siempre ha podido ser ejercido satisfactoriamente. En el caso de la crisis que afectó a CAB Corporación de Agentes de Bolsa, S.V.B. en 1993, cuando todos los valores y sus rendimientos quedaron integrados en la masa de la quiebra, no pudiendo obtenerse su segregación.

Lo anteriormente expuesto nos lleva a la conclusión de que el principal riesgo asumido por los inversores y, por tanto, el riesgo básico asegurado por el FOGAIN es la posibilidad de actuaciones fraudulentas o de disposición ilegal de los valores. En el resto de los casos, el coste económico asumido, por la vía de las indemnizaciones a pagar, no debería ser significativo ni, por tanto, poner en peligro el sistema de coaseguro que el FOGAIN representa.

2.2. *Por la naturaleza de la mercantil en incumplimiento*

El Artículo 4 del Real Decreto 948/2001, en relación con el Artículo 5 del mismo Real Decreto, establece que el FOGAIN únicamente cubre la no restitución por parte de sus *entidades adheridas* del efectivo, valores o instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes como consecuencia de la declaración de quiebra, solicitud de suspensión de pagos o declaración administrativa por parte de la CNMV. En este punto, es preciso recordar que, hasta la entrada en vigor de la Ley 52/2002, únicamente tenían la condición de Entidades Adheridas al FOGAIN las sociedades y agencias de valores, es decir, aquellas mercantiles que se encontraban inscritas en el Registro Administrativo Oficial de Sociedades y Agencias de Valores mantenido por la CNMV. Por tanto, quedaban excluidas de la garantía del FOGAIN:

— Las sociedades gestoras de carteras, que de acuerdo con la Disposición Adicional Segunda del Real Decreto 948/2001, debían asegurar los riesgos derivados de su actuación mediante un seguro de responsabilidad civil concertado con una entidad aseguradora.

— Aquellas personas o sociedades que ofrecen servicios de inversión sin estar autorizadas para ello, es decir, los popularmente denominados «chiringuitos financieros» (4).

— Por razón de la fecha de declaración de incumplimiento, quedarían excluidas todas aquellas sociedades y agencias de valores que, aun habiendo estado inscritas en el Registro Administrativo Oficial de Sociedades y Agencias de Valores, hayan causado baja en éste con anterioridad a la fecha de la declaración de incumplimiento. En estos casos, lógicamente, dicha declaración de incumplimiento no podrá ser emitida por la CNMV, por lo que estaríamos ante casos de quiebra o suspensión de pagos.

La Ley 53/2002 ha modificado la Ley del Mercado de Valores, estableciendo que las sociedades gestoras de carteras deberán adherirse al FOGAIN, antes del 1 de febrero de 2003, de acuerdo con el régimen establecido en las disposiciones reglamentarias vigentes sobre la materia, quedando exentas de la obligación de contratar un seguro de responsabilidad civil.

Como ya hemos comentado, la Disposición Final Cuarta del Real Decreto 948/2001 establece que la cobertura de los fondos de garantía de inversores se retrotrae al 1 de julio de 1993. Dicha retroactividad implica que el FOGAIN debe cubrir los incumplimientos de determinadas empresas de servicios de inversión que nunca han estado adheridas al mismo. Aunque uno de los aspectos que el Real Decreto 948/2001 establece con mayor claridad es el tipo de sociedades cuya actividad está cubierta por el FOGAIN y su aplicación retroactiva no debería presentar mayores problemas, el FOGAIN ha recibido numerosas reclamaciones de indemnización referentes a:

— Sociedades o agencias de valores que, aun habiendo estado inscritas en el Registro Oficial, fueron declaradas en quiebra o suspendieron pagos con posterioridad a su baja como sociedad o agencia de valores, como, por ejemplo, ANATECSA, A.V., S.A., NEBURSA, S.V.B., S.A., y CAB CORPORACIÓN DE AGENTES DE BOLSA, S.V.B., S.A.

— «Chiringuitos financieros», como FOREX GESTIÓN, S.A. y CAFI, CONSULTORÍA Y ASESORÍA FINANCIERA INTERNACIONAL, S.L (5).

— Sociedades registradas y sujetas a supervisión prudencial, pero que no son sociedades o agencias de valores, como, por ejemplo, HENDUN 19 SIMCAV, S.A. o BANCO CREDIPAS, S.A.

— Sociedades o agencias de valores que no han sido declaradas en incumplimiento por la CNMV ni se encuentran en situación de quiebra o suspensión de pagos.

2.3. *Por el tipo de activo y operativa*

El Apartado 1 del Artículo 4 del Real Decreto 948/2001 establece que la cobertura del FOGAIN será de aplica-

ción a las siguientes actividades realizadas por las Entidades Adheridas:

a) Los servicios previstos en el Apartado 1 del Artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores, prestados en la Unión Europea por la empresa de servicios de inversión cuando den lugar a que ésta tenga en depósito dinero o valores e instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes.

b) La actividad complementaria prevista en el párrafo *a)* del Apartado 2 del mencionado Artículo 63, cuando el depósito y registro de los valores o instrumentos pertenecientes a los clientes sea prestado por la empresa de servicios de inversión en territorio de la Unión Europea.

c) Los servicios y actividades complementarias mencionados en los párrafos *a)* y *b)* anteriores realizados fuera del territorio de la UE, con excepción de los realizados en territorios definidos como paraísos fiscales por la legislación vigente o en un país o territorio que carezca de órgano supervisor de los mercados de valores, o cuando, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la CNMV.

En consecuencia, el FOGAIN aparentemente no cubría la actividad de administración de activos o de gestión de carteras. El Artículo 4 del Real Decreto 948/2001 señala que la cobertura garantizada por el Fondo será de aplicación a «los servicios previstos en el Apartado 1 del Artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores, prestados en la Unión Europea por la empresa de servicios de inversión cuando den lugar a que ésta tenga en deposito dinero o valores e instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes». Aunque en este y en otros artículos del citado Real Decreto se dice que la garantía del FOGAIN cubre el reembolso del dinero o valores depositados o registrados en las empresas de servicios de inversión, en algún otro precepto, como en su Artículo 7 se utiliza el término «confiado». Además, la Directiva 97/9/CE se manifiesta, en el párrafo segundo del Artículo 2.2, en términos más amplios que los del Real Decreto 948/2001:

«Deberá asegurarse una cobertura respecto de los créditos resultantes de la incapacidad de una empresa de inversión para:

— reembolsar a los inversores los fondos que se les adeudan o que les pertenecen y que la empresa tenga depositados por cuenta de aquéllos en relación con operaciones de inversión, o

— restituir a los inversores todo instrumento que les pertenezca y que la empresa posea, administre o gestione por cuenta de aquellos en relación con las operaciones de inversión, de acuerdo con las condiciones legales y contractuales aplicables».

El principio de interpretación conforme al derecho comunitario de las normas nacionales determina que el FOGAIN se haya inclinado por la interpretación extensiva a los efectos de determinar los valores o instrumentos financieros que deben estar cubiertos por la garantía que otorga el FOGAIN. Esta interpretación ha quedado refrendada por la reforma introducida por la Ley 53/2002, dando una nueva redacción al Apartado 2 del Artículo 1 del Real Decreto 948/2001, estableciendo que los fondos de garantía de inversiones cubrirán la no restitución de los valores o instrumentos financieros que las empresas de servicios de inversión *gestionen* por cuenta del inversor con motivo de la realización de servicios de inversión.

Esta modificación debe ser bienvenida, si bien puede suponer, *prima facie,* un incremento de las contribuciones que las empresas de servicios de inversión en su conjunto deban realizar al FOGAIN. Y ello porque, como ya hemos expuesto, el principal riesgo cubierto por el FOGAIN es el de fraude. Como es fácilmente comprensible, la actividad fraudulenta necesaria para que no pueda restituirse al inversor el dinero, los valores o los instrumentos financieros por él confiados puede realizarla cualquiera de las empresas de servicios de inversión que poseen la facultad de disposición sobre los mismos, ya sea en virtud de un contrato de depósito o en virtud de un contrato de gestión discrecional de carteras. A modo ilustrativo reproducimos a continuación la cláusula «Tercera. Facultades de la entidad» del modelo normalizado de contrato-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión que figura en el Anexo a la Circular 2/2000 de la CNMV: «La entidad ejercitará su actividad de gestión con las más amplias facultades, pudiendo, en nombre y por cuenta del cliente entre otras operaciones, comprar, suscribir, enajenar, prestar, acudir a las amortizaciones, ejercitar los derechos económicos, realizar los cobros pertinentes, conversiones y canje de los valores y, en general, activos financieros sobre los que recaiga la gestión, desarrollando las actuaciones, comunicaciones e iniciativas exigidas para ello, pudiendo, a tales efectos, suscribir cuantos documentos sean necesarios». Estas facultades fueron las que permitieron a GESCARTERA realizar las operaciones de disposición de activos financieros que derivaron en la posterior declaración de incumplimiento. Para apuntalar el argumento, baste recordar que GESCARTERA ni ejercía ni tenía declarada la actividad de depósito.

2.4. *Por el lugar de realización de los servicios de inversión*

Como ya hemos comentado anteriormente, quedan excluidos de la garantía prestada por el FOGAIN los valores negociables u otros instrumentos financieros derivados de servicios de inversión realizados en territorios defi-

nidos como paraísos fiscales. El *Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, por el que se determinan los Países o Territorios a que se refieren los Artículos 2, Apartado 3, número 4, de la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de Medidas Fiscales Urgentes, y 62 de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991* fija la existencia de 48 países que tienen la consideración de paraísos fiscales. En la práctica, lo más problemático será la determinación del «lugar de realización» de los servicios de inversión. Dada la complejidad del tema, no entraremos en su análisis, pues podría ser objeto de un estudio monográfico. Baste apuntar que, a nuestro juicio, los problemas de la cobertura de las inversiones en paraísos fiscales sin conocimiento del cliente deben ser abordados en una normativa específica de desarrollo de la actividad de depósito y administración de carteras.

2.5. *Por la naturaleza del inversor*

El objetivo de estos sistemas de indemnización es ofrecer a los inversores no profesionales una cobertura cuando no puedan obtener de una empresa de servicios de inversión o de una entidad de crédito el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan, y que aquéllas posean, administren o gestionen con motivo de la realización de servicios de inversión. Por ello, el Artículo 4 del Real Decreto 948/2001, en su Apartado 4, establece que quedan excluidos de la garantía del fondo el dinero y los valores e instrumentos confiados por los siguientes inversores:

a) Las empresas de servicios de inversión.

b) Los constituidos por empresas pertenecientes al mismo grupo económico que la empresa de servicios de inversión.

c) Las entidades de crédito.

d) Las entidades aseguradoras.

e) Las instituciones de inversión colectiva y sus correspondientes sociedades gestoras.

f) Los fondos de pensiones y sus correspondientes sociedades gestoras.

g) Las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

h) Las entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores.

i) Las Administraciones Públicas.

j) Los directivos y administradores de la empresa de servicios de inversión, sus apoderados, los socios poseedores de al menos el 5 por 100 del capital social y el auditor responsable de los informes de auditoría, así como aquellos inversores que tengan estas mismas características en las sociedades pertenecientes al grupo de la empresa de servicios de inversión y los cónyuges y familiares en primer grado de unos y otros.

k) Aquellos inversores no contemplados en las letras anteriores que sean responsables, directa o indirectamente, de la situación de deterioro patrimonial de la Entidad Adherida o sean beneficiarios directos de actos de la empresa de servicios de inversión que hayan provocado dicho deterioro o contribuido a agravar el mismo. Estas circunstancias deberán ser declaradas expresamente por la CNMV cuando se trate de lo prevenido en el Apartado 1.b) del Artículo 5 del Real Decreto 948/2001 y por la autoridad judicial competente en los restantes casos.

l) Los inversores o cualquier otra persona con derecho o interés sobre el dinero, valores o instrumentos financieros objeto de cobertura que hubieran confiado fondos o valores a la empresa de servicios de inversión con quebrantamiento, por su parte o por parte de la empresa de servicios de inversión, de lo establecido en la *Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre Determinadas Medidas de Prevención del Blanqueo de Capitales* o que tengan relación con una actuación delictiva que contravenga el ordenamiento jurídico vigente.

m) Aquellas personas que actúen por cuenta de cualesquiera de los inversores excluidos en virtud de este apartado o en concierto con los mencionados en los párrafos *k)* y *l)*.

De un análisis de las exclusiones consagradas en el citado Apartado se desprenden las siguientes conclusiones:

— Las exclusiones por razón del sujeto no son las mismas que las contempladas en el caso de los FGD (Artículo 26 del Real Decreto 948/2001, que modifica el Artículo 4 del *Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito).* A nuestro entender, las diferencias no se justifican, salvedad hecha de ciertas exclusiones específicas en razón de la operativa propia de las entidades de crédito.

— El párrafo *j)* establece la exclusión de la garantía de los cónyuges y familiares en primer grado de determinados inversores que se presume, *iuris et de iure,* que son responsables, directa o indirectamente, de la situación de deterioro patrimonial de la entidad adherida.

Establecido el principio de que es necesario ampliar las exclusiones a los familiares más cercanos de aquél que se presume ha podido causar el perjuicio, parece extraño que la exclusión no alcance a los hijos adoptados (que carecen de grado de parentesco con los adoptantes) y a los parientes en segundo grado de consanguinidad y primer grado de afinidad. A modo de ejemplo, el Código Civil establece, en su Artículo 918, Apartado 3º, que «el hermano dista dos grados del hermano...» Por ello, debe considerarse que el hermano es un familiar en segundo grado. Con la normativa en vigor, por tanto, no quedan excluidos de la cobertura del FOGAIN los hermanos de los administradores de las empresas de servicios de inversión, siempre que no concurran otras circunstancias excluyentes de la cobertura. No acertamos a comprender la razón de la exclusión de los padres y no la de los hermanos, ni la exclusión de los hijos y no la de los hijastros.

— El párrafo *l),* entre otras exclusiones, establece que no están garantizados el dinero, valores o instrumentos financieros de los inversores que tengan relación con una actuación delictiva que contravenga el ordenamiento jurídico vigente. El cumplimiento efectivo de este y otros preceptos, como los párrafos *k)* o *m),* requeriría que la Gestora dispusiese de una capacidad de investigación cuasi-policial que en ningún caso parece operativa. Aún cuando el Apartado 5 del artículo establece que el FOGAIN puede suspender el pago de los importes garantizados hasta que se produzca una resolución definitiva por parte de la autoridad competente, estos preceptos parecen de imposible cumplimiento, máxime cuando las actuaciones judiciales relativas a los casos de incumplimiento suelen ser declaradas secretas. Es el caso, por ejemplo, de las diligencias previas 240/2001 que se siguen en el Juzgado Central de Instrucción número 3 de la Audiencia Nacional en relación con GESCARTERA. Esta limitación incrementa el riesgo de que se realicen pagos indebidos por reclamaciones de indemnización, puesto que hasta que el FOGAIN no haya hecho efectiva, al menos, una indemnización, la Gestora no puede personarse en el proceso judicial ni, por tanto, intentar obtener una certificación oficial de la lista de imputados a los que, en aplicación del citado Apartado 5 del Artículo 4 del Real Decreto 948/2001, debería, cuando menos, retener el importe de la indemnización que pudiera corresponderles.

2.6. *Cotitularidad de cuentas*

El Artículo 6.4 del Real Decreto 948/2001 establece que «cuando una cuenta tenga más de un titular, su importe se dividirá entre los titulares, de acuerdo con lo previsto en el correspondiente contrato de prestación de servicios, depósito o registro celebrado con la empresa de servicios de inversión y, en su defecto, a partes iguales». Por tanto, un aspecto fundamental a los efectos de calcular el importe de la indemnización es que la garantía se aplica por inversor que sea titular y por «siniestro», ya sea persona física o jurídica, y aunque éste sea titular de varios contratos diferentes. Si una cuenta tiene más de un titular, a los efectos del cálculo de la posición acreedora global de cada uno de ellos, el importe derivado de dicho contrato se divide entre los titulares de acuerdo con lo que esté previsto en el contrato o, en su defecto, a partes iguales. En la práctica, el análisis de las reclamaciones recibidas por la Gestora indica que los pactos en contrario al régimen de partes iguales en casos de cotitularidad de cuentas son inexistentes.

En el caso de que varias personas, físicas o jurídicas, posean efectivo o valores conjuntamente, cada persona es considerada como un derechohabiente siempre y cuando dicha persona figure registrada como titular de la cuenta de efectivo o de valores que dio origen a la reclamación. Por tanto, las personas autorizadas, como es lógico, no tienen derecho a indemnización.

Las personas jurídicas, ya sean sociedades mercantiles, sociedades comanditarias, mutuas, sociedades civiles, comunidades de bienes o cooperativas son consideradas como un único derechohabiente a los efectos de la determinación del monto de la indemnización y su posterior pago.

El Real Decreto 948/2001 no hace referencia alguna en el precepto comentado a la relación que pudiera existir entre los distintos titulares de una cuenta ni, por tanto, al régimen matrimonial en el caso de que los cotitulares fueran cónyuges. En nuestra opinión, el criterio antes señalado debe aplicarse en todo caso, y con independencia de la relación que exista entre los cotitulares al margen de la existente por razón de la propia cuenta.

Podría cuestionarse el supuesto de cotitularidad de cónyuges con régimen de gananciales. No obstante, entendemos que en este caso también debe ser aplicable el criterio contemplado en el Apartado 4 del Artículo 6 del Real Decreto 948/2001. En este sentido, el artículo 1.384 del Código Civil determina que son válidos los actos «de disposición de dinero o títulos valores realizados por el cónyuge a cuyo nombre figure o en cuyo poder se encuentre». Este artículo, a nuestro entender, confirma la validez de los actos de disposición del dinero o de los títulos valores y, por tanto, las inversiones y desinversiones realizadas unilateralmente por cualquiera de los cónyuges a cuyo nombre se haya abierto la cuenta. Además, en virtud de este precepto, las empresas de servicios de inversión no exigen en el momento de la apertura de cuentas la acreditación de régimen económico matrimonial alguno.

Por otro lado, hay que recordar que, de acuerdo con el Artículo 6.3 del señalado Real Decreto 948/2001, «el

importe garantizado se aplicará por inversor, sea persona natural o jurídica, y cualesquiera que sean el número y clase de cuentas de dinero, valores o instrumentos financieros en que figure como titular en la misma empresa de servicios de inversión». En consecuencia, en los casos en que una misma persona aparezca como cotitular en una cuenta y como titular en otra distinta habrá de sumarse ambos saldos a efectos de determinar la posición acreedora global del inversor, a la que se aplicará el límite de 20.000 euros.

Finalmente, es preciso señalar que, en la práctica, pueden existir discrepancias entre los dos documentos principales que permiten a un inversor acreditar la existencia de una posición acreedora frente a la empresa de servicios de inversión: el contrato y el extracto. Enfrentada a dicha posibilidad, la Gestora ha considerado oportuno asignar prelación al contrato sobre el extracto, salvo prueba en contrario. Y ello es así puesto que los extractos se producen por medios mecánicos a partir de los registros informáticos de la empresa de servicios de inversión, y no es necesario que las partes expresen su consentimiento explícito a los datos en ellos consignados, bastando un consentimiento tácito que en ocasiones se otorga por omisión de la diligencia debida a la hora de su revisión por parte del receptor del mismo. Sin embargo, el contrato sí requiere un consentimiento explícito de las partes al mismo, ya sea por sí o por medio de representante autorizado. Por ello, la Gestora considera titular de una cuenta únicamente a las personas que prestaron su consentimiento al contrato de servicios y a aquellas personas que puedan acreditar su adhesión a dicho contrato en tiempo y forma.

2.7. *El ejemplo de* AVA

A los efectos de ilustrar lo expuesto en los anteriores apartados, analizaremos la aplicación del Real Decreto 948/2001 en el «siniestro» que representa la suspensión de pagos de AVA. En dicha aplicación es necesario atenerse a la redacción original del Real Decreto 948/2001 que, como sabemos, ha sido modificado con posterioridad por la Ley 53/2002 para incluir la gestión discrecional de carteras dentro de los supuestos cubiertos por el FOGAIN.

A modo de introducción, a continuación resumimos sucintamente la operativa de AVA que originó la necesidad de entrar en un procedimiento de suspensión de pagos, aún a riesgo de cometer ciertas imprecisiones derivadas de la necesaria simplificación.

AVA fundaba su gestión con sus clientes en un «contrato de servicios financieros y gestión limitada de carteras». El contrato permitía al cliente, en las estipulaciones especiales del mismo, excluir determinados tipos de operaciones o valores. Sin embargo, la redacción del contrato, que requería una manifestación expresa de exclusión en lugar de una manifestación expresa de aceptación, fomentaba el que, en la práctica, el cliente autorizara discrecional e ilimitadamente a AVA para que realizase, en nombre del cliente, y por cuenta de éste, toda clase de inversiones financieras. AVA, en virtud de dichos contratos de gestión de carteras, adquirió valores de renta fija, productos estructurados, bonos y otros valores de renta fija, normalmente deuda pública latinoamericana, en nombre y representación de sus clientes a través de diversas entidades financieras, entre las que figuraba SOCIMER INTERNATIONAL BANK LIMITED (en lo sucesivo, SOCIMER), entidad domiciliada en las Islas Bahamas. SOCIMER prestaba a AVA los siguientes servicios: intermediación de las órdenes de compra y venta cursadas por AVA, depósito de los valores adquiridos por AVA para sus clientes, contraparte en las operaciones de adquisición o cesión temporal de activos, fiducia en la creación y custodia de los *trust* y concesión de financiación para la adquisición de valores. SOCIMER financiaba en la mayoría de los casos un porcentaje de la adquisición. SOCIMER confirmaba a AVA la adquisición de los activos y posteriormente su depósito; los valores quedaban depositados en SOCIMER en una cuenta abierta a nombre de «Portafolio AVA Asesores de Valores, cuenta de clientes» (una de las denominadas «cuentas ómnibus»), sin que en ese documento de confirmación se hiciese referencia a la existencia de garantía, prenda o gravamen sobre los valores. SOCIMER mantenía los valores depositados en otros intermediarios financieros, generalmente aquéllos a través de los cuales se habían adquirido los valores y que habían concedido la financiación, anotándolos éstos en la cuenta de terceros a nombre de SOCIMER. SOCIMER, a su vez, había financiado la compra de los activos desembolsando sólo una pequeña parte de su valor por lo que el vendedor original disfrutaba de un derecho de prenda preferente sobre los valores. Con la anterior operativa, SOCIMER obtenía la liquidez correspondiente a la diferencia entre lo que realmente había desembolsado y lo que obtenía de los clientes españoles, ocultando a los clientes de AVA que los títulos adquiridos habían quedado en garantía de la financiación obtenida por SOCIMER. Cuando SOCIMER entró en crisis, se declaró en quiebra ante la Corte Suprema de Bahamas.

La aplicación retroactiva del Real Decreto en el caso AVA, a diferencia de lo que ocurrirá en el futuro, nos permite examinar las distintas actuaciones judiciales desde que se tuvo por judicialmente solicitada la suspensión de pagos (25 de febrero de 1998) hasta la aprobación definitiva del convenio de la suspensión de pagos (24 de marzo de 2001).

Del dictamen emitido por los interventores judiciales a solicitud del Juzgado de Primera Instancia número 2

de Zaragoza y de los pronunciamientos judiciales examinados (6), se deduce que los activos financieros adquiridos a SOCIMER, y depositados en esta entidad de crédito, lo fueron por cuenta de los clientes de AVA dentro de las facultades de gestión, y que, por tanto, dichos clientes no son acreedores de AVA.

No obstante, la aplicación retroactiva del Real Decreto 948/2001, basándose en el principio de que a los clientes de AVA les sea de aplicación el mismo grado de cobertura del FOGAIN que a cualquier inversor que, con posterioridad a la entrada en vigor del citado Real Decreto, se vea de forma similar afectado por la declaración de insolvencia de una empresa de servicios de inversión, nos lleva a concluir que, con independencia de las resoluciones judiciales, la inclusión de las operaciones realizadas con SOCIMER dentro de la posición global del cliente no es contraria a lo dispuesto en el Real Decreto 948/2001 y el Artículo 74 de la Ley 24/2001, por las siguientes razones:

— El principio de interpretación conforme al derecho comunitario (Directiva 97/9/CE) de las normas nacionales (Artículo 4 del Real Decreto 948/2001) determina que nos inclinemos por la interpretación extensiva a los efectos de determinar los valores o instrumentos financieros que deben estar cubiertos por la garantía que otorga el FOGAIN.

— Los servicios que AVA prestaba a sus clientes eran fundamentalmente los de gestión de carteras, que están comprendidos en el Apartado 1 del Artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores. Los valores contratados con SOCIMER fueron depositados en dicha entidad financiera en una cuenta denominada «Portafolio AVA Asesores de Valores Cuenta de Clientes». Aunque los valores contratados a través de SOCIMER no estaban formalmente depositados o registrados en AVA, entre otras razones porque ésta no había comunicado a la CNMV en su declaración de actividades la de depósito, dichos valores fueron registrados directamente por AVA en una cuenta ómnibus o cuenta global en SOCIMER. Las relaciones con dicha entidad de crédito domiciliada en Bahamas, así como cualquier acto de disposición sobre dicha cuenta de valores, la tenía únicamente AVA. En este sentido, los derechos que la legislación vigente otorgaba a los clientes de AVA como depositantes no podían ejercerse directamente frente a SOCIMER sino únicamente frente a AVA. Por tanto, los clientes no podrían ejercer directamente frente a SOCIMER el derecho que les concede el Artículo 1.775 del Código Civil de obtener la restitución del depósito cuando lo reclame el depositante. Estos derechos podían ejercerse únicamente frente a AVA, que era quien estaba obligada a guardar y restituir los valores depositados cuando fueran reclamados por los clientes.

— AVA, en ejecución del contrato de gestión de carteras, contrató estos productos sin informar a los clientes de que dichos valores estaban registrados en una cuenta ómnibus en un banco domiciliado en un paraíso fiscal, ni sobre el tipo de producto que contrataron ni de los riesgos inherentes a dicha contratación. En este sentido, el Apartado 3 del Artículo 5 del *Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre Normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios,* señala que «la información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata».

El Real Decreto 629/1993 fue desarrollado por la Orden Ministerial de 7 de octubre de 1999 y la Circular 2/2000 de la CNMV, que no contienen normas de conducta *ex novo,* sino que se limitan a desarrollar dicho Real Decreto para adaptarlo a las particularidades de la actividad específica de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión. Las denominadas «cuentas globales» o «cuentas ómnibus» se regulan en la letra f) del apartado 2º de la Orden de 7 de octubre de 1999, y en la Norma 6ª de la Circular 2/2000 de la CNMV. Dicha norma señala que «será necesario obtener la autorización escrita de cada cliente, informándole de los riesgos que asume como consecuencia de esta operativa, así como de la identidad y calidad crediticia de la entidad financiera que actúe como depositaria de las cuentas globales». Asimismo, en el modelo normalizado de contrato-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, que figura como anexo a la Circular 2/2000, se obliga a que las empresas de inversión informen a los clientes de las entidades con las que se opera y dónde están depositados sus activos.

Si bien es verdad que las citadas Orden y Circular fueron publicadas con posterioridad a la declaración de suspensión de pagos de AVA, los principios recogidos en el Real Decreto 629/1993 y el principio de transparencia y de protección del inversor que presiden la normativa del mercado de valores exigían que las entonces sociedades y agencias de valores que realizaban gestión de carteras informaran a sus clientes en los términos señalados. Sin embargo, AVA no informaba a los inversores de dicha circunstancia de manera explícita.

— El depósito de los valores en SOCIMER realizado por AVA se puede calificar como un subdepósito. El hecho de que AVA realizara habitualmente la actividad de depósito de valores no habría alterado la relación jurídica con sus clientes derivada del depósito de los valores en SOCIMER. Es decir, las empresas de servicios de

inversión, cuando están habilitadas para la realización de actividad de depósito y operan en mercados extranjeros, suelen registrar los valores que adquieren o enajenan por cuenta de sus clientes en cuentas globales u ómnibus. En estos casos, al igual que en el supuesto de AVA, los clientes no tienen relación directa con el depositario extranjero, sino únicamente con la empresa de servicios de inversión que, a todos los efectos, se consideran depositarias, calificando la cuenta ómnibus como un subdepósito. No tendría ningún sentido considerar que la cobertura del FOGAIN se hubiera extendido a los valores subdepositados en SOCIMER si AVA realizara habitualmente una actividad de depósito, y en cambio no considerar cubierto por el FOGAIN los valores depositados en SOCIMER por el hecho de que AVA no estuviera habilitada para realizar dicha actividad.

— Por otra parte, como ya hemos comentado anteriormente, están excluidos de la garantía prestada por el FOGAIN los valores negociables u otros instrumentos financieros derivados de servicios de inversión realizados en territorios definidos como paraísos fiscales. De acuerdo con el Real Decreto 1080/1991, las Islas Bahamas tiene la condición de paraíso fiscal. No obstante, la mayoría de los clientes de AVA suscribieron un contrato de gestión de carteras, en cuya virtud dicha entidad tenía amplias facultades para la adquisición y enajenación de valores y otros instrumentos financieros en nombre y por cuenta de sus clientes. De la documentación aportada por los reclamantes, así como de las informaciones obtenidas por la Gestora, se deduce que la relación de AVA con sus clientes no fue transparente en relación con las operaciones realizadas con SOCIMER. En este sentido, parece que no se informó a los clientes de que SOCIMER era una entidad domiciliada en un paraíso fiscal, ni de que los valores estaban depositados en dicha entidad de crédito, ni de la estructura de la operación financiera realizada con dicha entidad de crédito.

La finalidad del Artículo 4 del Real Decreto 948/2001 es no incluir en la cobertura del FOGAIN los servicios o actividades realizados en territorios definidos como paraísos fiscales, de tal manera que el cliente de una empresa de servicios de inversión conozca que las operaciones realizadas con entidades domiciliadas en paraísos fiscales o el depósito o el registro de valores en dichos territorios no estarán cubiertos por el FOGAIN. Sin embargo, la referida norma no puede ser de aplicación en aquellos casos en que la empresa de servicios de inversión haya ocultado información al cliente de tal manera que le impida evaluar el riesgo de su inversión derivado de realizar la operación con entidades domiciliadas en paraísos fiscales.

Sensu contrario, en aquellos casos en que el cliente de AVA ordenó directamente la contratación del producto que ofrecía SOCIMER, con la intermediación de AVA, al margen de un contrato de gestión discrecional de carteras, debe presumirse que tenía conocimiento de que la inversión se realizaba en un paraíso fiscal y, por tanto, debe serle de aplicación lo señalado en la citada letra c) del Apartado 1 del Artículo 4 del Real Decreto 948/2001. Asimismo, puesto que en la actualidad existe la obligación de información antes reseñada, en un futuro la presunción deberá operar, *iuris tantum,* es decir, deberá ser el inversor quien pruebe que la empresa de servicios de inversión incumplió sus obligaciones y le ocultó información de tal manera que le fue imposible evaluar el riesgo de su inversión como consecuencia de realizar la operación con entidades domiciliadas en paraísos fiscales.

Es indudable que tras las modificaciones introducidas en Real Decreto 948/2001 por la Ley 53/2002, un supuesto como el de la operativa de AVA a través de SOCIMER quedaría cubierto por la garantía del FOGAIN, salvo si se realizase a través de una entidad domiciliada en un paraíso fiscal.

3. Procedimiento de reclamación

Establecidos los principios rectores del cálculo del importe de la indemnización, la Gestora ha necesitado diseñar los procedimientos para el ejercicio del derecho de reclamación, es decir, establecer los pasos técnicos a seguir en sus actuaciones.

A este respecto, cabe señalar que la Gestora, como entidad de derecho privado que es, según establece el Artículo 15 del Real Decreto 948/2001, tiene la potestad de establecer los requisitos para la tramitación de los expedientes de reclamación que estime oportuno entre los que se encuentra la aportación de determinados documentos. Estos requisitos serán de obligado cumplimiento mientras no sean contrarios a derecho o al ordenamiento jurídico.

En este punto es oportuno recalcar que, contra la apreciación común de los reclamantes, conforme dispone el Artículo 1.214 del Código Civil, «incumbe la prueba de las obligaciones al que reclama su cumplimiento». Por tanto, la Gestora no está obligada a probar ningún hecho o acontecimiento referente a la inversión, sino que, por el contrario, los obligados a probar su relación contractual con la empresa de servicios de inversión, sus posiciones acreedoras a la fecha del incumplimiento, así como cualquier otro extremo referente a sus inversiones, son los propios reclamantes. Y ello no puede ser de otra forma, puesto que la Gestora carece de las capacidades de intervención sobre la empresa de servicios de inversión declarada en incumplimiento que serían necesarias para permitir una actuación de oficio por su parte. Por tanto, la Gestora no puede actuar

más que a instancia de parte interesada (en este caso, el inversor que considera que tiene un derecho frente al FOGAIN). En futuras actuaciones referentes a nuevos siniestros, podrían coexistir los procedimientos practicados a instancia de los interesados y los instados a iniciativa del FOGAIN, adoptando éste, tal y como hacen los FGD, una postura activa en el reconocimiento del derecho y en el pago de las indemnizaciones para cuya determinación, *a priori,* estará más capacitada que el propio inversor. Sin embargo, esta actuación de oficio sólo podría tener lugar si el FOGAIN pudiese llegar a conocer los datos contables de la empresa de servicios de inversión afectada de manera fiable, siempre respetando los límites legales.

3.1. *Presentación de la reclamación*

Tras la constitución del FOGAIN, la Gestora puso a disposición de los inversores afectados el *formulario de reclamación de indemnización derivada de declaraciones de incumplimiento de empresas de servicios de inversión* (en lo sucesivo, Formulario) que debe usarse para presentar cualquier reclamación de indemnización ante la Gestora. Por el momento, el Formulario se puede obtener:

1) Mediante carta dirigida al Apartado de Correos número 50576, 28080 de Madrid.

2) Mediante carta dirigida al domicilio social de la Gestora (Paseo de la Habana, 82, 1º Dcha.; 28036 de Madrid).

3) En las oficinas de la Gestora (Paseo de la Habana, 82, 1º Dcha.; 28036 de Madrid).

4) A través de la página web de la Gestora: www.fogain.com.

5) En el Departamento de Atención al Público de la CNMV (Paseo de la Castellana, 15; 28046 Madrid y Paseo de Gracia, 19; 08007 Barcelona) o a través de su página Web, www.cnmv.es.

Entre los objetivos perseguidos con la creación y uso del Formulario cabe destacar:

— Estandarización de las reclamaciones. La conveniencia de la estandarización perseguida con la creación del Formulario es innegable. Si bien la escala no es comparable, baste imaginar, por ejemplo, lo que ocurriría con el ritmo de tramitación de las devoluciones por el IRPF si se permitiera a los contribuyentes presentar su declaración en un formulario diseñado por ellos mismos.

— Aseveración de veracidad. El Formulario requiere una declaración del reclamante o de quién ostente su representación de que los datos consignados en el mismo son veraces y que la documentación que se acompaña es copia de la auténtica y no ha sido manipulada. Si bien puede parecer que se trata de una mera declaración rutinaria, el objeto de la misma es permitir a la Gestora repetir contra el firmante en caso de que, en un momento posterior al pago de la indemnización que pudiera corresponder al reclamante, se comprobase la falsedad de la documentación aportada, pudiendo exigirle, además del importe de la indemnización ya abonado, daños y perjuicios. Si bien la posibilidad de repetir y exigir responsabilidades frente a quien haya proporcionado información falsa seguiría existiendo en ausencia de la misma, esta declaración explícita pretende tener un efecto disuasorio.

— Declaración de elegibilidad. Quien presenta la reclamación debe declarar que el Inversor por cuenta de quien se presenta la reclamación de indemnización no está excluido de la garantía de FOGAIN en virtud de lo dispuesto en el Artículo 4 del Real Decreto 948/2001, cuyo contenido ya hemos analizado previamente. De nuevo, esta declaración pretende tener efectos disuasorios.

— Obtención de permisos. El inversor por cuenta de quien se presenta la reclamación, ya sea por sí mismo o por medio de representante, autoriza a la Gestora y a quien la Gestora apodere a efectuar cuantas comprobaciones estime oportunas para verificar el contenido de la reclamación de indemnización, así como para verificar la existencia del derecho a la indemnización. Dado que la mayoría de los datos necesarios para la tramitación de las reclamaciones de indemnización tienen carácter personal, la obtención de este permiso es esencial para que la Gestora pueda solicitar y obtener datos de terceras fuentes que permitan a la Gestora adquirir una confianza razonable en la base utilizada para el cálculo del importe de la indemnización. La importancia de la autorización ha quedado particularmente de manifiesto cuando la Gestora ha tratado de confirmar con los depositarios de los valores de clientes de GESCARTERA las posiciones mantenidas por éstos a la fecha de incumplimiento. Dichos depositarios han alegado la imposibilidad de acceder a remitir la información solicitada como consecuencia de los deberes de confidencialidad que afectan de modo general a las entidades financieras y, en particular, de los que impone la vigente legislación sobre protección de datos. No obstante, han manifestado su disposición a facilitar la información siempre que aportemos una copia de la autorización concedida por el inversor para que la Gestora solicite la referida información.

— Comunicación y toma de conocimiento por parte del reclamante y, en su caso, de su representante de la política de la Gestora respecto a la protección de datos de carácter personal.

La efectividad de las declaraciones de veracidad y de elegibilidad no ha sido la esperada, ya que la Gestora ha recibido reclamaciones de indemnización de personas cuya exclusión de la cobertura no ofrecía dudas (por ejemplo, administradores de las mercantiles declaradas en incumplimiento) y reclamaciones en las que la manipulación de la documentación que acompañaba al Formulario era manifiesta, incluso para personas no expertas en la detección de manipulaciones documentales. Desgraciadamente, el estado de la tecnología permite fácilmente la manipulación de documentos y sus copias para usos fraudulentos. Sin embargo, la importancia de las declaraciones y autorizaciones firmadas no puede soslayarse y, por tanto, no pueden ser eliminadas. Es más, la política de la Gestora de un bien entendido escrupuloso cumplimiento de la legalidad implica que, probablemente, cuando se revise el Formulario a la luz de la experiencia adquirida se incluyan nuevas cláusulas autorizantes y nuevas cláusulas declarativas.

A medida que la Gestora ha adquirido experiencia gracias al análisis de las reclamaciones presentadas, el Formulario ha evolucionado. Asimismo, se han adquirido valiosos conocimientos sobre los errores de documentación más habituales. Se prevé que, tras la rica experiencia adquirida durante la tramitación de las reclamaciones de indemnización derivadas de declaraciones de incumplimiento anteriores al 1 de enero de 2002, el Formulario sufra nuevas modificaciones que permitan la recogida de toda la información necesaria para un correcto análisis de cada reclamación.

Junto con el Formulario, el reclamante debe presentar copia de cuanta información estime conveniente para acreditar tanto la posición acreedora global que mantenía frente a la empresa de servicios de inversión que origine la reclamación como su relación contractual con la misma. Las instrucciones para cumplimentar el Formulario no detallan requisitos de documentación específicos, salvo el de aportar una copia del Documento Nacional de Identidad del inversor en vigor. La razón de dicha indeterminación no es otra que permitir al reclamante que acredite su relación con la empresa de servicios de inversión mediante cualquier método de prueba admitido en Derecho que estime conveniente. Es decir, el Formulario debe acompañarse de la copia de la documentación que justifique la procedencia de la indemnización (contrato de prestación de servicios, documentos justificativos del ingreso o entrega de los fondos o valores a la empresa de servicios de inversión, extractos o comunicaciones de la misma relativos a los fondos o valores confiados o depositados y relativos a las disposiciones efectuadas, documentos o extractos bancarios o de otras entidades que guarden relación con los fondos o valores confiados...), indicando, si no se encuentra en poder del reclamante, el archivo u oficina en la que obre la documentación original, que podrá ser reclamada al inversor en cualquier momento por la Gestora.

Entre la documentación mínima de la que la Gestora considera necesario disponer para el adecuado estudio de una reclamación figuran los siguientes documentos: Formulario de reclamación, documento probatorio de la identidad de la persona a favor de quien se presenta la reclamación, contrato de prestación de servicios y extracto acreditativo de la posición acreedora. En aquellos casos en los que el inversor actúe por medio de representante, adicionalmente, deberá presentarse el documento probatorio de la identidad del representante y la escritura de apoderamiento del representante del inversor.

A continuación pasamos a analizar determinados aspectos relevantes respecto de la experiencia adquirida en la tramitación de los documentos anteriormente reseñados:

— Formulario de reclamación. En la práctica, determinados reclamantes han prescindido de la utilización del Formulario, bien por iniciativa propia o bien por iniciativa de determinadas organizaciones o personas que les representaban o asesoraban. Y ello a pesar de que el anuncio publicado en la prensa por la Gestora en enero de 2002 y que la comunicación remitida a la CNMV para que procediese a su difusión establecían claramente el deber de utilizar el Formulario para presentar las reclamaciones. En la mayoría de dichos casos, aconsejados por una de dichas organizaciones, el Formulario presentado por el reclamante no incluía la página de declaraciones y autorizaciones, lo que impedía, *de facto*, que la Gestora realizase las comprobaciones oportunas respecto del contenido de las reclamaciones. El resultado de esta práctica ha sido, desgraciadamente, una ralentización innecesaria y perniciosa en el ritmo de tramitación de las reclamaciones recibidas, tanto de las de aquellos inversores que han incumplido la obligación de utilizar el Formulario como las de aquéllos que han cumplido con los requisitos impuestos, al exigir al Servicio de Reclamaciones un análisis caso por caso de las reclamaciones no estandarizadas recibidas. Si bien la Gestora podría haber optado por la anulación de todas las reclamaciones de indemnización que no hubiesen sido presentadas utilizando el Formulario predefinido, por razones de oportunidad se adoptó el criterio de aceptarlas, solicitando a los reclamantes la presentación de la página de declaraciones y autorizaciones, produciéndose, inevitablemente, una paralización del expediente hasta que ésta fuera recibida. *Es intención de la Gestora el no aceptar en un futuro reclamaciones de indemnización que no estén presentadas en el Formulario o formularios tipo que ésta establezca en cada momento.*

— Documentos probatorios de la identidad de las personas participantes en el Expediente de Reclamación. La Gestora acepta una copia de la tarjeta del CIF en el caso de personas jurídicas, del DNI o del pasaporte en el caso de españoles y del NIE o de la tarjeta de residencia en el caso de extranjeros. El documento aportado debe tener una fecha de caducidad posterior a la fecha de recepción de la reclamación en la Gestora.

— Contrato de prestación de servicios entre el reclamante y la empresa de servicios de inversión que ha originado la posición acreedora frente a esta última. Como ya se ha comentado, la acreditación de la relación contractual puede realizarse por cualquier medio admitido en Derecho. El contrato que rige la relación entre empresa de servicios de inversión y el inversor no es el único medio que permite acreditar la inversión. Ésta puede ser probada por otros documentos, como por ejemplo, recibos de entrega de cantidades a la empresa de servicios de inversión, certificados de información fiscal, certificados de movimientos de saldos de la cuenta, etc. La falta de firma del documento por parte del inversor, no significa por sí que el contrato no exista o no esté perfeccionado. En el Derecho Español, el contrato se define como un acuerdo de voluntades y, con carácter general, puede ser celebrado bajo cualquier forma, incluso la verbal. La exigencia de contratos tipos y de su formalización escrita en el ámbito de las empresas de servicios de inversión no deja de ser en muchas ocasiones un mero requisito de carácter administrativo, que puede dar lugar en su caso a una infracción administrativa pero no a la inexistencia o nulidad del contrato. Por ello, cabe afirmar que muchas veces el contrato entre empresa de servicios de inversión e inversor existe con independencia de que esté formalizado por escrito o no. Sin embargo, es preciso recordar que el contrato nunca es una prueba de la existencia del derecho a la indemnización, pues no acredita que se ingresaran fondos en la empresa de servicios de inversión ni que los fondos ingresados no se hubieran retirado íntegramente antes de la situación de incumplimiento que da lugar a dicho derecho. En conclusión, aunque resulta conveniente presentar los contratos debidamente suscritos ante el juez que conozca del ejercicio de las acciones de la Gestora contra la empresa de servicios de inversión declarada en incumplimiento, la falta de firma de los mismos no es excusa para no efectuar el pago de la indemnización siempre que resulte acreditada la inversión. Como excepción a lo dicho anteriormente, sí es necesario que se aporte el contrato debidamente firmado por los inversores, en los casos en los que se intuya (por el encabezamiento de los contratos o por el contenido de alguno de los documentos probatorios aportado por el inversor) la existencia de pluralidad de partes inversoras, pues en estos casos, el documento contractual determinará el reparto de la cotitularidad de la cuenta a que se refiere el Artículo 6.4 del Real Decreto 948/2001.

— Extracto acreditativo de la posición acreedora frente a la empresa de servicios de inversión declarada en incumplimiento. El extracto debe ser el más cercano a la fecha de la declaración de incumplimiento que posea el reclamante. En el caso de GESCARTERA, y en atención a las circunstancias particulares del caso, la Gestora ha aceptado extractos datados durante los seis meses anteriores a la fecha de la declaración de incumplimiento, habida cuenta de la situación de ausencia de gobierno corporativo en que se encuentra GESCARTERA, puesto que, a la fecha de cierre de la presente colaboración, todavía no ha sido nombrada una administración judicial de la mercantil, subsistiendo el régimen de intervención administrativa a cargo de la CNMV. Sin embargo, es preciso recordar que el extracto, si no corresponde a la fecha en que se produjo la intervención (administrativa o judicial) o con fecha posterior nunca es una prueba de la existencia del derecho a la indemnización, no acredita que los fondos ingresados no se hubieran retirado íntegramente antes de la situación de incumplimiento que da lugar al derecho. El Artículo 35 de la *Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito* limita las facultades de los interventores designados exclusivamente a prestar, si procede, su aprobación expresa a los actos y acuerdos de cualquier órgano de la empresa de servicios de inversión intervenida y a la posibilidad de revocar poderes y delegaciones conferidos por el órgano de administración de la empresa de servicios de inversión intervenida o por sus apoderados o delegados. De lo que se deduce que ni la CNMV ni sus interventores administrativos cuentan con la habilitación legal para atender las peticiones de extractos si no fueron emitidos en su día. Por ello, la Gestora, con el objeto de agilizar el proceso de tramitación de los Expedientes de Reclamación, ha preparado como medio de prueba aceptable por la misma una declaración jurada estándar.

— En aquellos casos en los que el reclamante es un menor o un incapacitado, debe aportarse la documentación que acredite que quien presenta la reclamación tiene la patria potestad o la tutoría del reclamante.

— Escritura de apoderamiento del representante del reclamante. Es preciso señalar que el denominado «poder general para pleitos» no es considerado poder suficiente por la Gestora.

En un primer momento, la Gestora puede tramitar la reclamación sobre la base de copias de los documentos que el reclamante desee aportar. El Formulario establece claramente que la Gestora no se hace responsable de los originales que le puedan ser entregados. En nuestra opinión, los originales deben permanecer, en la medida de lo posible, en posesión del reclamante, para que éste pueda ejercitar, en general, cuantas acciones

complementarias le estén permitidas y, en particular, las acciones judiciales que estime oportunas.

Tal y como se indica en el Formulario, puesto que la garantía que ofrece el FOGAIN es determinada por inversor y no por cuenta, debe presentarse una única reclamación por titular y empresa de servicios de inversión.

El Formulario debe ser firmado por el reclamante o por persona debidamente apoderada, y debe remitirse mediante correo, preferentemente certificado, al apartado de correos de la Gestora o directamente al domicilio social de ésta. De igual forma, puede ser presentado en el domicilio social de la Gestora. Si bien determinados reclamantes han optado por utilizar el asesoramiento de despachos de abogados y asociaciones de usuarios para que les representen durante el proceso de tramitación de su expediente de reclamación, dicha representación no es un requisito necesario, a nuestro juicio, debido a la sencillez de los procedimientos establecidos por la Gestora para la tramitación de las reclamaciones recibidas, amén de que los costes y honorarios que le puedan ser facturados nunca serán reembolsados por el FOGAIN. La presentación de la reclamación directamente en la Gestora no conlleva ningún coste adicional a los inherentes a la preparación y envío de la propia reclamación.

3.2. *Tramitación de la reclamación*

Una vez recibida la reclamación, la Gestora le asigna un número de expediente, que es comunicado al interesado (reclamante o representante, según el caso) mediante correo certificado con acuse de recibo.

La Gestora efectúa las comprobaciones oportunas teniendo en cuenta la información y documentación que obre en su poder o que pueda obtener de terceros. Como ya se ha comentado, en el Formulario se autoriza a la Gestora para que pueda solicitar y obtener de cualesquiera organismos, entidades o terceros información o documentación al sólo objeto de efectuar las comprobaciones citadas. Dicha información y documentación, al igual que las aportadas con la reclamación, son tratadas de modo confidencial. La Gestora no proporciona documentación alguna relativa a un expediente de reclamación, salvo en aquellos casos en que está obligada de acuerdo con la legislación vigente, como, por ejemplo, a la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, en cumplimiento de lo dispuesto en el Artículo 111 de la *Ley 230/1963, de 28 de diciembre, General Tributaria.*

Como ya se ha comentado en numerosas ocasiones a lo largo de esta colaboración, la Gestora es una entidad de derecho privado y, por tanto, carece de la facultad para obligar a terceros a que le faciliten la información que pueda necesitar, puesto que el Real Decreto 948/2001 nada dice al respecto. En la práctica, esta carencia dificulta enormemente la capacidad de la Gestora para evaluar las reclamaciones presentadas, lo que puede generar retrasos en la conclusión de los expedientes de reclamación.

Cuando la información proporcionada por el reclamante no es suficiente para obtener una confianza razonable en la existencia del derecho de indemnización o el importe de la indemnización, la Gestora debe solicitarle la documentación adicional que estime oportuna.

En este punto, es preciso recordar que, conforme a lo dispuesto en el artículo 1.214 del Código Civil, «incumbe la prueba de las obligaciones al que reclama su cumplimiento». Por tanto, la Gestora no está obligada a probar ningún hecho o acontecimiento referente a la inversión o a los servicios de inversión prestados, sino que, por el contrario, los obligados a probar su relación contractual con la empresa de servicios de inversión, sus posiciones acreedoras a la fecha del incumplimiento, así como cualquier otro extremo referente a sus inversiones, son los propios reclamantes. La documentación obtenida de terceros no puede tener otra función que la de corroborar las conclusiones derivadas de la documentación aportada por el reclamante o su representante.

Para aquellos casos en los que el reclamante no posea o haya extraviado toda o parte de la documentación solicitada, ésta debe ser requerida a los administradores de la empresa de servicios de inversión con la que se contrató la inversión o, en su defecto, deberá ser probada por el reclamante conforme a cualquier otro medio aceptado en Derecho. La Gestora se reserva el derecho de resolver si el medio de prueba alternativo presentado por un inversor es adecuado a los fines de la tramitación del Expediente de Reclamación a que se refiera. En los casos de incumplimiento que hasta la fecha han sido tratados por la Gestora se da la particular circunstancia de que, al tratarse de empresas que en su mayoría han desaparecido desde el punto de vista legal, ha resultado extremadamente difícil para los reclamantes obtener copia de aquella documentación que no conservaban en su poder. Esta circunstancia ha sido particularmente acuciante en el caso de GESCARTERA, puesto que, al no haber sido decretada su administración judicial, y teniendo los interventores nombrados por la CNMV capacidades limitadas fundamentalmente al refrendo de los actos de los administradores, existe un vacío que ha imposibilitado que los reclamantes obtengan de GESCARTERA documentación alguna. Especialmente, ante las dificultades expresadas por determinados inversores afectados por la declaración de incumplimiento de GESCARTERA para acreditar mediante un extracto el importe de su posición acreedora

global frente a dicha empresa de servicios de inversión a una fecha posterior al 10 de abril de 2001 (seis meses antes del 10 de octubre de 2001, fecha del Acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de resolución del procedimiento de declaración de incumplimiento), la Gestora, con el objeto de agilizar el proceso de tramitación de los expedientes de reclamación, ha dispuesto considerar como medio de prueba aceptable una declaración jurada.

Sin embargo, es preciso recordar que, como es fácilmente entendible, la documentación que aporte el reclamante nunca podrá ser la única prueba de la existencia del derecho a la indemnización, pues no podrá acreditar que los fondos ingresados no se hubieran retirado íntegramente antes de la situación de incumplimiento que da lugar al derecho. Por tanto, la documentación proporcionada por el reclamante debe complementarse con la comprobación mediante una certificación de los administradores sobre el saldo existente a la fecha de la intervención. En el caso especial de GESCARTERA, por las circunstancias ya descritas, se ha aceptado sustituir esta prueba con otras.

3.3. *Conclusión de la reclamación*

Una vez que el Servicio de Reclamaciones ha analizado todos los hechos y datos relativos a un expediente de reclamación, debe concluir si el reclamante tiene derecho a la percepción de una indemnización con cargo al FOGAIN. Si alguna reclamación de indemnización contiene algún error u omisión materialmente significativo, la Gestora desestima la reclamación salvo que considere que dicho error u omisión no ha sido intencionado. Asimismo, la Gestora debe rechazar todas aquellas solicitudes de reclamación en las que la indemnización de las pérdidas reclamadas no esté amparada por la legislación vigente. Si un reclamante no es elegible para recibir una indemnización, ya sea por razón de sus características o por razón de las características de las operaciones realizadas, la Gestora remite al reclamante una carta certificada con acuse de recibo explicando las razones por las que debe desestimar la reclamación.

Si se concluye que existe el derecho a la percepción de una indemnización con cargo al FOGAIN, la Gestora remite al reclamante por correo certificado con acuse de recibo un documento convencional de oferta de indemnización en el que se le informa del importe de ésta, que debe ser calculado utilizando los criterios fijados en el Artículo 6 del Real Decreto 948/2001.

El documento de oferta de indemnización, además de servir como carta de pago, contiene todo el clausulado que rige la transmisión de derechos que opera por imperio de la ley mediante una subrogación en la posición que el inversor ostente frente a la empresa de servicios de inversión cuya declaración de incumplimiento ha originado la reclamación. Asimismo, impone ciertas obligaciones tanto al FOGAIN como al beneficiario de la indemnización.

Entre las obligaciones asumidas por el FOGAIN figura el compromiso de abonar el importe de la indemnización en el plazo aproximado de un mes a partir de la aceptación de la oferta de indemnización por parte del reclamante y de la recepción por la Gestora de la aceptación y de la documentación debidamente compulsada o legitimada ante notario. Este plazo es menor al de tres meses permitido por el Artículo 13 del Real Decreto 948/2001, como se explicará más tarde.

Por su parte, el reclamante debe ratificar la declaración de veracidad de los datos consignados en el Expediente de Reclamación y la declaración de que no se encuentra excluido de la garantía en virtud de lo dispuesto en el Artículo 4 del Real Decreto 948/2001. Asimismo, el reclamante debe confirmar que, desde la fecha del extracto acreditativo de la posición acreedora frente a la empresa de servicios de inversión aportado al Expediente de Reclamación, e incluso con anterioridad al mismo, y hasta la fecha de la firma en conformidad de la oferta de indemnización, no ha percibido directa o indirectamente importe alguno en relación con el Expediente de Reclamación de ningún tercero (incluida la empresa de servicios de inversión y cualquier persona, física o jurídica, administradora o representante de la misma).

En el caso de que el reclamante preste su conformidad al importe de la indemnización ofertada, debe remitir el documento de oferta de indemnización debidamente firmado en todas sus hojas por el reclamante o por persona facultada mediante poder notarial suficiente y con la firma legitimada ante notario. Junto al documento de oferta de indemnización, deben remitirse copias compulsadas o legitimadas notarialmente de aquellos documentos cuyo original o copia compulsada o legitimada ante notario no haya sido aportada a la Gestora a lo largo del período de tramitación de la reclamación y, en especial, del documento probatorio de identidad en vigor, de los contratos y de los últimos extractos de cada una de las cuentas a que se refiera la reclamación. Finalmente, debe aportarse una certificación original de la entidad de crédito que acredite la condición de titular del reclamante de la cuenta corriente designada para el cobro de la indemnización.

La firma del documento de oferta de indemnización constituye la más cabal y eficaz carta de pago, dándose por saldado con el reclamante el compromiso de pago adquirido en los términos previstos en el artículo 74 de la Ley 24/2001 y en el Real Decreto 948/2001, una

vez realizada la transferencia de la totalidad del importe de la indemnización ofertada, y deducidos, en su caso, los gastos derivados de la subsanación de los errores que pudieran producirse con motivo de una incorrecta comunicación del código cuenta cliente o del Código Internacional de Cuenta Bancaria (*International Bank Account Number* o IBAN) (7) por parte del inversor o su representante, renunciando el inversor, en consecuencia, a reclamar cantidad adicional alguna derivada de la aplicación de la citada normativa.

De acuerdo con el Artículo 7 del Real Decreto 948/2001 y demás normas de general aplicación, por el mero hecho del pago, el FOGAIN se subrogará en los derechos que el inversor ostentaba frente a la empresa de servicios de inversión o frente a cualquier tercero derivados de su posición acreedora o de sus derechos subjetivos que han dado lugar al pago de la indemnización, hasta un importe igual a la indemnización pagada y, en tal sentido, el inversor cede y transmite al FOGAIN en esa cuantía la titularidad de su derecho en la reclamación y en las acciones judiciales o extrajudiciales formuladas, prestando su consentimiento para que el Fondo le suceda en la posición procesal que ostente, en relación con los derechos transmitidos, en cualquier expediente administrativo o gubernativo, proceso judicial o arbitral existente, ante cualquier jurisdicción, corte, organismo o institución, pública o privada, nacional o internacional.

El inversor se compromete a facilitar, entregar o aportar al FOGAIN o las personas, físicas o jurídicas, que lo representen, o el FOGAIN designe, todos aquellos recibos, extractos, pruebas y demás documentos que el FOGAIN o sus representantes pudiesen solicitarle y que sean necesarios para el ejercicio de los derechos dimanantes de la subrogación.

El inversor, por la firma de la oferta de indemnización, se compromete a ratificar todo documento probatorio que, por parte del FOGAIN o sus representantes, sea presentado ante cualquier jurisdicción, corte, organismo o institución, pública o privada, nacional o internacional, así como a actuar como testigo en las acciones que el FOGAIN o sus representantes pudieran iniciar ante éstos.

Finalmente, se informa al reclamante —que debe aceptar— de que en el caso de que el dinero o los valores objeto de la reclamación le fuesen restituidos o, en su caso, cualquier otro bien o derecho en sustitución de los mismos, el FOGAIN se resarcirá proporcionalmente del importe de la indemnización satisfecha en los términos y condiciones establecidos en el Real Decreto 948/2001 y demás legislación aplicable.

Puesto que se trata de un documento obligacional cuyas partes no se conocen personalmente, la Gestora ha optado por exigir que las firmas estampadas en aceptación de la oferta de indemnización deban ser legitimadas por un notario.

La Gestora se reserva el derecho de retirar una oferta de indemnización si, con posterioridad a su emisión, se determinase que dicha oferta no debiera haberse producido. Sin embargo, la Gestora estima que no puede retirar una oferta de indemnización válida si ésta no es aceptada o recurrida, de acuerdo con lo dispuesto en el Apartado 3 del Artículo 13 del Real Decreto 948/2001, que establece que los importes de indemnizaciones no satisfechos quedarán en el FOGAIN a disposición de sus titulares, sin perjuicio de su prescripción con arreglo a derecho.

Para minimizar el coste asociado a los pagos de las indemnizaciones y evitar la apropiación indebida del importe de la indemnización por terceras personas distintas del reclamante, el único medio de pago utilizado por la Gestora para el abono de las indemnizaciones es la transferencia bancaria a una cuenta domiciliada en España, y entre cuyos titulares figure el reclamante. Por ello, junto con la aceptación de la oferta de indemnización, el reclamante debe aportar una certificación original de la entidad de crédito, sellada y firmada por representante autorizado, que acredite su condición de titular de la cuenta corriente designada para el cobro de la indemnización y en la que figure el Código Cuenta Cliente completo de la misma.

En aquellos casos en los que se determine, una vez abonada la indemnización, que el reclamante no tenía derecho a la percepción de indemnización alguna con cargo al FOGAIN, la Gestora tratará de recuperar el importe de la indemnización pagada con todos los medios a su alcance. Hasta la fecha, la Gestora no tiene conocimiento de haber realizado pagos indebidos.

Cuando un reclamante no esté conforme con el importe de la indemnización que la Gestora le ha ofrecido, debe notificar este hecho formalmente mediante un escrito dirigido a la Gestora. A los efectos de evacuar los escritos de disconformidad, la Gestora ha establecido un Comité de Reclamaciones encargado de revisar aquellos expedientes cuya oferta de indemnización haya sido rechazada por escrito por el reclamante. A tal fin, la Gestora podrá solicitar al reclamante que aporte documentación adicional o que se persone en el domicilio de la Gestora para presentar las alegaciones que estime oportunas. En caso de que el Comité de Reclamaciones determinase que el importe de la indemnización debe ser modificado, se emitirá una nueva oferta de indemnización. Este nuevo documento sustituye y deja sin validez a cualesquiera otros con el mismo objeto que con anterioridad a la fecha del mismo o con registro de salida anterior al mismo hayan podido ser emitidos por la Gestora. El acuerdo del Comité de

Reclamaciones pone fin al Expediente de Reclamación por ser ésta la última instancia que la Gestora tiene habilitada para la revisión de las alegaciones presentadas por los reclamantes a las resoluciones dictadas en primera instancia por la Gestora. Puesto que la Gestora es una entidad de derecho privado, en caso de que no se llegue a un acuerdo, el reclamante deberá acudir a los tribunales ordinarios para solicitar que se le satisfagan los derechos que estime no hayan sido suficientemente atendidos.

3.4. *Plazos*

El Artículo 13 del Real Decreto 948/2001 intenta regular los plazos para satisfacer los derechos de los inversores. La importancia de este artículo no puede ser desdeñada, puesto que sobre él descansa gran parte de la percepción que sobre la eficacia del funcionamiento del FOGAIN puedan tener los inversores. A pesar de ello, la redacción dada a dicho artículo, lejos de aclarar los plazos a los que deben someterse las partes (FOGAIN, por una parte, y reclamante, por otra), genera gran confusión debido a lo contradictorio de los preceptos que contiene. A nuestro juicio, la confusión nace de la presunción de similitud de actuaciones del FOGAIN y de los FGD. No obstante, dicha similitud es inexistente, puesto que los FGD actúan de oficio y poseen una capacidad interventora de la que carece el FOGAIN.

Una interpretación extremadamente, a mi juicio, *pro-inversor* del apartado primero del citado artículo podría llevarnos a la conclusión de que en un plazo máximo de seis meses a partir de la fecha de declaración de incumplimiento (suponiendo la solicitud y concesión por la CNMV de una prórroga), el FOGAIN debería abonar todas las indemnizaciones derivadas de un siniestro. Esta interpretación es la que ha calado en la opinión de la mayoría de los inversores que, hasta la fecha, han presentado su reclamación ante el FOGAIN, y ha sido promovida y fomentada de forma interesada, a mi juicio, por determinados sectores de la opinión pública. En nuestra opinión, nada pudo estar más lejos de la intención del legislador que fijar un plazo tan taxativo como el contemplado en esta interpretación. Nuestra interpretación es que la intención del legislador fue la de establecer un plazo para que el FOGAIN deba abonar la indemnización al inversor que haya presentado una reclamación cuya idoneidad e importe hayan podido ser determinados, es decir, cuyo derecho haya sido debidamente comprobado.

Entre las razones que podemos aportar para apuntalar nuestra interpretación se encuentran las siguientes:

— El FOGAIN, como ya se ha indicado, actúa a instancia de parte. La aplicación de la interpretación pro-inversor nos llevaría al absurdo de que el FOGAIN debería estar en disposición de abonar una indemnización al inversor que presentase su reclamación un día antes de que se cumpliesen los tres o los seis meses desde la fecha del incumplimiento. Es decir, que si un inversor de GESCARTERA hubiese presentado su reclamación el 29 de junio de 2001 (un día antes de la finalización del plazo de seis meses para el pago de las indemnizaciones, según la interpretación pro-inversor), el FOGAIN debería haber sido capaz de analizar su reclamación, determinar el importe de indemnización que le pudiera corresponder, emitir el documento de oferta de indemnización y abonar el importe de ésta en un plazo inferior a veinticuatro horas. Como puede entenderse fácilmente, estos tiempos de reacción no son razonables.

— El FOGAIN tiene, a nuestro juicio, la obligación de comprobar la legitimidad de la reclamación recibida, tal y como puede colegirse de la expresión «cuyo derecho haya sido debidamente comprobado», que modifica, reduciéndolo, el alcance del término «inversor». Efectivamente, en circunstancias normales el FOGAIN debe comenzar los pagos de indemnizaciones, pero sólo a aquellos inversores que hayan logrado acreditar fehacientemente el derecho a la indemnización que reclaman. Sin embargo, el deber de comprobación de las reclamaciones, que necesariamente implica la participación de terceros independientes a la empresa de servicios de inversión declarada en incumplimiento, al inversor o al propio FOGAIN, y cuyos tiempos de respuesta no pueden ser controlados por el FOGAIN, implica que no existe un plazo de término para la liquidación de los importes reclamados.

— El FOGAIN, a diferencia de los FGD, carece de capacidad de intervención o de inspección. Ciertamente, la ausencia de dicha capacidad incide negativamente en los plazos necesarios para dar respuesta a las reclamaciones de los inversores, pues impide al FOGAIN actuar con conocimiento pleno de la situación desde la perspectiva de una de las partes (la empresa de servicios de inversión declarada en incumplimiento), obligándole a tener que esperar a que le sean comunicados los resultados de las actuaciones del organismo supervisor (en el caso de una intervención) o del organismo judicial (en el caso de un procedimiento concursal). La experiencia nos demuestra que, debido a las cautelas con que deben proceder dichos organismos, son escasísimas las probabilidades de que el FOGAIN pueda disponer de una certificación de saldos transcurridos seis meses desde la fecha del incumplimiento. De nuevo, una aplicación pro-inversor del precepto nos llevaría a la conclusión de que el FOGAIN debería abonar indemnizaciones sin contar con certificaciones de terceros, aumentando exponencialmente el riesgo de que se produjesen pagos indebidos de difícil recuperación, lo que contribuiría a minar la confianza en el sistema de garantía de inversiones.

— Finalmente, y no por ello menos importante, es esclarecedora al respecto la redacción del Apartado 2 del Artículo 9 de la Directiva 97/9/CE, que establece que «el sistema deberá estar en condiciones de abonar los créditos de los inversores lo más pronto posible y, a más tardar, tres meses después de haberse establecido la idoneidad y el importe del crédito». Y añade, en un segundo párrafo, la posibilidad excepcional de solicitud de una prórroga no superior a tres meses en dicho plazo.

En lo que respecta a la aplicación práctica de este precepto a los casos de declaraciones de incumplimiento acaecidas con anterioridad al 1 de enero de 2002, el Artículo 74 de la Ley 24/2001 establecía que las indemnizaciones se satisfarán conjuntamente por los FGD y el FOGAIN, en la proporción que determinase la Secretaría de Estado de Economía, de la Energía y de la PYME. Hasta el 1 de agosto de 2002, la Secretaría de Estado de Economía no determinó los porcentajes a que se refiere dicho artículo, por lo que el FOGAIN no ha podido comenzar el abono de las indemnizaciones hasta una fecha posterior.

A nuestro juicio, debido a la importancia antes apuntada del Artículo 13 del Real Decreto 948/2001, es necesaria una revisión urgente del mismo que clarifique los plazos a los que debe atenerse tanto el FOGAIN como los reclamantes, y en la que se recojan las diferencias que en la capacidad de investigación e intervención existen entre el FOGAIN y los FGD. Sin aventurarme a presentar una redacción alternativa, función que corresponde al legislador, a continuación apunto los aspectos que considero que debería contemplar un hipotético artículo reformado:

— Plazo para la presentación de solicitudes de reclamación, a contar desde la fecha de la declaración de incumplimiento de la empresa de servicios de inversión. En la actualidad, el Artículo 13 del Real Decreto 948/2001 establece que los inversores, siempre que lo soliciten motivadamente, podrán presentar la reclamación en un plazo superior al previsto en dicho artículo, si bien no queda claro cuál es ese plazo. La Directiva 97/9/CE contempla, en su Artículo 9, que el sistema de indemnización fije un plazo durante el cual los inversores estén obligados a presentar sus reclamaciones. Según dicho artículo, este plazo no podrá ser inferior a cinco meses a partir de la fecha de la declaración de incumplimiento, no pudiendo invocarse dicho plazo para denegar el beneficio de la cobertura a un inversor que se haya visto en la imposibilidad de ejercer sus derechos a una indemnización en el plazo señalado. A nuestro juicio, un plazo razonable sería un año.

— Plazo, a contar desde la fecha de recepción de la solicitud de reclamación, para que la Gestora informe al reclamante sobre la procedencia o no de la reclamación o, en su caso, de la falta de alguno o algunos de los trámites o requisitos legales necesarios para la comprobación del derecho del reclamante. A nuestro juicio, un plazo de tres meses sería razonable.

— Plazo, a contar desde la fecha de recepción por el reclamante de la oferta de indemnización, para que éste dé su conformidad o reparos a la oferta de indemnización, entendiéndose en caso de ausencia de respuesta que el FOGAIN pueda retirar dicha oferta y dar por concluido el expediente, perdiendo el reclamante el derecho a la indemnización. Si bien el establecimiento de un plazo de este tipo podría ser polémico, por cuanto restringiría el haz de derechos de los reclamantes, parece coherente su establecimiento —como ocurre en los sistemas de garantía de inversiones de otros países (8)—, de tal manera que no se perjudique innecesariamente la situación financiera del FOGAIN por la inmovilización de recursos financieros que supondría mantener *sine die* en su balance el pasivo correspondiente.

— Plazo, a contar desde la fecha en que la Gestora haya recibido la conformidad a la oferta de indemnización, para que el FOGAIN satisfaga el importe de la indemnización acordada. Debido a la posibilidad de que el FOGAIN no disponga de los recursos necesarios para hacer frente al pago de la indemnizaciones y la necesidad de acordar financiaciones externas (con entidades de crédito o con la CNMV) o acordar derramas a pagar por las Entidades Adheridas, parece prudente que en este caso se regule de acuerdo a los plazos máximos que establece la Directiva 97/9/CE, es decir, tres meses prorrogables en otros tres.

4. Subrogación

El Artículo 7 del Real Decreto 948/2001 se refiere al modo y medida en que el FOGAIN puede resarcirse del coste que le supone el pago de indemnizaciones a inversores.

Por el mero hecho del pago de la indemnización, el FOGAIN se subroga en los derechos que los inversores tengan frente a la empresa de servicios de inversión declarada en incumplimiento.

El primer efecto de esta subrogación es el de reducir al máximo el número acreedores de la empresa de servicios de inversión declarada en incumplimiento. A modo ilustrativo, y en el hipotético caso de que todos y cada uno de los titulares de GESCARTERA y de AVA resultasen indemnizados, aproximadamente el 73 por 100 y el 92 por 100 de los inversores, respectivamente, verían su perjuicio económico potencial íntegramente compensado por la indemnización recibida, al menos en lo que

se refiere al importe de su inversión, puesto que el FOGAIN no indemniza por el lucro cesante o los daños y perjuicios que hayan podido producirse.

Sin embargo, a nuestro juicio, la redacción actual del Artículo 7 del Real Decreto 948/2001, que regula la subrogación del FOGAIN en los derechos de los inversores indemnizados, adolece de importantes deficiencias:

— Resulta poco clara y es confusa para los inversores.

— Supone una incorrección técnica en la medida en que es una traslación de un precepto previsto para el régimen de los FGD, que no es justificable en el régimen del FOGAIN en la medida en que el sistema de coberturas es diferente.

Así, la regla general establecida por el citado Artículo 7 es que la vía para obtener el resarcimiento sea la subrogación, por un importe igual a la cantidad abonada como indemnización al inversor, en el crédito de éste contra la empresa de servicios de inversión.

El referido párrafo del Artículo 7, que establece el principio de subrogación, no dispone regla alguna que determine cómo se deben distribuir entre el FOGAIN y el inversor las cantidades recuperadas. En estos casos, y por aplicación del régimen general establecido en el Código Civil (Artículo 1929, 1º en relación con el Artículo 1925) se debería aplicar la regla sobre el *par conditio creditorum,* es decir, que no existe preferencia del crédito del inversor sobre el del FOGAIN ni preferencia del crédito del FOGAIN sobre el del inversor y, por tanto, debería distribuirse la cantidad recuperada a prorrata o de forma proporcional a sus respectivos créditos. La regla del *par conditio creditorum* es consecuencia del principio general de no discriminación y de igualdad de derechos de todos los acreedores a recibir satisfacción en sus créditos.

Por poner ejemplos, la regla general señalada funcionaría del siguiente modo:

— En el caso de un reclamante titular de un crédito dinerario por importe de 60.000 euros, obtendría del FOGAIN una indemnización por importe de 20.000 euros. Si con posterioridad al pago de la indemnización —por ejemplo, seis meses después—, en ejecución del convenio de quiebra o suspensión de pagos, se abonara a los acreedores de la empresa de servicios de inversión el 50 por 100 de sus créditos, el reclamante conseguiría recuperar 40.000 euros (20.000 euros del FOGAIN y 20.000 euros en concepto de 50 por 100 de su crédito residual). El FOGAIN conseguiría resarcirse del 50 por 100 de lo pagado (10.000 euros).

— En el caso de un reclamante titular de un crédito dinerario por importe de 20.000 euros, obtendría del FOGAIN la misma indemnización, por importe de 20.000 euros. Si, con posterioridad al pago de la indemnización —por ejemplo, seis meses después—, en ejecución del convenio de quiebra o suspensión de pagos, se abonara a los acreedores de la empresa de servicios de inversión el 50 por 100 de sus créditos, puesto que el inversor no mantendría ningún crédito residual, habría recuperado íntegramente el importe de su inversión y el FOGAIN conseguiría resarcirse del 50 por 100 de lo pagado (10.000 euros).

No sería necesario invocar la anterior argumentación jurídica que, a en nuestra experiencia, excede la capacidad normal de los inversores, si el Real Decreto 948/2001 contemplara expresamente que el efectivo se distribuya entre el FOGAIN y el inversor a prorrata de sus respectivos créditos, esto es, si expresara la regla del *par conditio creditorum.*

Dada la actual redacción del Artículo 7, los ejemplos señalados anteriormente serían únicamente de aplicación en el caso de reembolso de recursos dinerarios. En el caso de restitución de valores o instrumentos financieros se aplica un régimen distinto, que comentamos a continuación.

En efecto, el párrafo segundo del Artículo 7 del Real Decreto 948/2001 contiene una regla especial sobre el régimen de resarcimiento del FOGAIN con respecto a la parte de la posición acreedora global que consista en valores o instrumentos financieros, que determina que «en el supuesto de que los valores u otros instrumentos financieros confiados a la empresa de servicios de inversión fueren restituidos por aquélla con posterioridad al pago de un importe garantizado, los fondos podrán resarcirse del importe satisfecho, total o parcialmente, si lo restituido, valorado conforme a lo establecido en el artículo anterior en el momento de la restitución, fuera mayor que la diferencia entre el valor de los que fueron confiados a la entidad, valorados en el momento en que se produjeron los hechos citados en el Artículo 5.1 y el importe de indemnización pagada al inversor».

Según esta regla especial, si tales valores son restituidos con posterioridad al momento en el que el FOGAIN haya abonado la indemnización, éste sólo puede resarcirse en la medida en que el valor de lo restituido (en el momento de la restitución), sumado al importe de la indemnización, supere el valor de los valores o instrumentos en su día confiados a la empresa de servicios de inversión. El FOGAIN, en este caso, tendrá derecho al exceso señalado hasta el importe de la indemnización pagada. Según el citado Artículo 7, la parte del importe recuperado que exceda del valor de

los valores a la fecha de incumplimiento se distribuirá entre el FOGAIN y el inversor a prorrata de sus respectivos créditos.

La redacción señalada resulta mucho más confusa y su interpretación y aplicación se complica en función del objeto de la restitución (sea valores o efectivo, o ambas cosas). En este sentido, este precepto tiene diferentes consecuencias —que deberían ser objeto de análisis pormenorizado cuya extensión no pertenece al alcance de esta colaboración— según nos encontremos ante uno de los siguientes supuestos:

— supuesto de que el cliente sólo tenga posiciones acreedoras de valores;

— supuesto en el que el cliente tenga posiciones acreedores de efectivo y valores, y sólo se recupere efectivo;

— supuesto en el que el cliente tenga posiciones acreedoras de efectivo y valores, y sólo se recuperen valores;

— supuesto en el que el cliente tenga posiciones acreedoras de efectivo y valores, y se recuperen valores con valor superior al que tenían en el momento de declararse la insolvencia;

— supuesto en el que el cliente tenga posiciones acreedoras de efectivo y valores, y se recuperen valores y efectivo.

La dificultad de la aplicación del precepto es consecuencia de que el actual párrafo segundo del Artículo 7 es una trascripción del Artículo 5.1 ter del *Real Decreto-Ley 18/1982, de 24 de mayo, que regula el régimen de los Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito.* Esta transposición es, a mi juicio, inadecuada porque establece el mismo régimen de restitución de valores que el previsto para los FGD, cuando el régimen de cobertura de éstos es distinto al del FOGAIN. En efecto, el Artículo 7 del Real Decreto 2606/1996, que regula los FGD, dispone que «el importe garantizado de los depósitos tendrá como límite la cuantía de 20.000 euros o, en el caso de depósitos nominados en otra divisa, su equivalente aplicando los tipos de cambio del día en que se produzca alguno de los hechos citados en el Artículo 8.1 de este Real Decreto o al día anterior hábil cuando fuese festivo. El importe garantizado a los inversores que hayan confiado a la entidad de crédito valores o instrumentos financieros será independiente del previsto en el párrafo precedente y alcanzará como máximo la cuantía de 20.000 euros».

Por tanto, el régimen de los FGD reconoce dos coberturas, una sobre valores y otra sobre efectivo, que son independientes, mientras que el régimen del FOGAIN establece una única cobertura que combina valores y efectivo.

Así, la aplicación del segundo párrafo del vigente Artículo 7 sobre resarcimiento de los créditos del FOGAIN y del inversor da lugar a situaciones arbitrarias, y en algunos casos es menos favorable para el inversor que la distribución a prorrata de los créditos. En relación con lo anterior, se expone, a título de ejemplo, lo siguiente: un inversor que mantiene en una empresa de servicios de inversión una posición acreedora de 30.000 euros (15.000 euros en efectivo y 15.000 euros en valores) percibiría una indemnización de 20.000 euros. Si finalmente se recuperaran de la empresa de servicios de inversión valores por 6.000 euros, la aplicación de la regla prevista en el segundo párrafo tendría como consecuencia la no restitución de los valores al inversor, ya que el valor de lo restituido (6.000 euros) es mayor que la diferencia (5.000 euros) entre lo confiado a la entidad (15.000 euros) y el importe de la indemnización (20.000 euros). Por el contrario, en el caso de aplicar la regla de restitución proporcional, el inversor tendría derecho a obtener, con cargo a los valores restituidos, 2.000 euros.

Por tanto, a nuestro juicio, es necesario sustituir el párrafo segundo del Artículo 7 por un precepto mucho más claro para los inversores. Habiendo sido establecida una única cobertura sin distinguir si lo que se gestiona son valores o efectivo, y dispuesto un único límite para la posición global de los clientes, el régimen de resarcimiento también debe ser único, y creemos que el más equitativo y justo es el previsto en el Código Civil, el del *par conditio creditorum,* esto es, un régimen en el que los créditos se satisfacen contra el patrimonio recuperado en proporción a los créditos de cada uno de los acreedores.

III. RELACIÓN CON LAS ENTIDADES ADHERIDAS

1. Condición de Entidad Adherida

1.1. *Alta de Entidades Adheridas*

El sistema de garantía que representa el FOGAIN no podría ser efectivo sin la existencia, como regla fundamental, de la obligatoriedad de la adhesión de las empresas de servicios de inversión. Dicha regla se materializa en que la condición de Entidad Adherida es un presupuesto para que las mercantiles puedan obtener la autorización como empresa de servicios de inversión, y es imprescindible el mantenimiento de dicha condición para evitar la revocación de la autorización así otorgada.

1.1.1. Obligación de adhesión

El Artículo 3 del Real Decreto 948/2001, en su redacción original, establecía la adhesión obligatoria al FOGAIN para:

— Las sociedades y agencias de valores, no así para las sociedades gestoras de carteras, con ocasión del procedimiento de autorización regulado en la Ley del Mercado de Valores (Título V, Capítulo II). A 31 de diciembre de 2002, el número de sociedades y agencias de valores españolas era de 111, de las cuales 56 eran «miembros de Bolsa».

— Las sucursales de las empresas de servicios de inversión con sede social en un Estado no comunitario, en los casos en que los depósitos en España no estén cubiertos por el sistema del país de origen o en los casos en que la cobertura del país de origen no alcance la dispensada por el sistema español. A 31 de diciembre de 2002, no existía ninguna entidad bajo esta categoría operando en España.

La Ley 53/2002 ha modificado el universo de empresas de servicios de inversión que deben adherirse al FOGAIN, mediante la adición de la Disposición Adicional Decimonovena de la Ley 24/1998 y la modificación del apartado 1 del Artículo 3 del Real Decreto 948/2001.

La nueva Disposición Adicional establece que las sociedades gestoras de carteras deben adherirse al FOGAIN antes del 1 de febrero de 2003. De las treinta y una sociedades gestoras de carteras que figuraban en el Registro Administrativo de la CNMV a 21 de febrero de 2003:

— veintidós habían finalizado el procedimiento de adhesión al FOGAIN;

— tres habían realizado la aportación mínima inicial establecida en el presupuesto del FOGAIN correspondiente al ejercicio 2002 (último presupuesto aprobado hasta la fecha), estando pendiente de aportar el resto de la documentación necesaria para tramitar la adhesión;

— seis no se adherirán, habiendo solicitado la baja en el Registro Administrativo de Sociedades Gestoras de Cartera.

El Apartado 1 del Artículo 3 del Real Decreto 948/2001, *in fine,* exime de la obligación de adherirse al FOGAIN a las empresas de servicios de inversión que gestionen sistemas organizados de negociación. Esta exención parece estar dirigida a la mercantil Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros A.V., S.A. (SENAF) por cuanto, siendo la plataforma electrónica de negociación de bonos y obligaciones de deuda pública española y, por tanto, un sistema de negociación oficialmente reconocido, cabría bajo el supuesto de la exención.

Por otra parte, se permite la adhesión voluntaria al FOGAIN a las sucursales de empresas de servicios de inversión autorizadas por otro Estado de la Unión Europea que no limiten su actividad a la gestión discrecional e individualizada de carteras, con el fin de completar la cobertura ofrecida por el sistema de dicho Estado cuando ésta sea inferior a la del sistema español. Puesto que la garantía prestada por el sistema de indemnización de los inversores en España es la mínima exigida por la Directiva 97/9/CE, hasta la fecha no se ha adherido ninguna sucursal de esta naturaleza.

1.1.2. Momento de adhesión

El Artículo 9 del Real Decreto 948/2001 establece que «las empresas de servicios de inversión tendrán la obligación de adherirse a alguno de los Fondos de Garantía de Inversiones previstos en el artículo 2, con ocasión del procedimiento de autorización».

Aunque la expresión «con ocasión», por no ser específicamente temporal, suele generar, cuando se utiliza, cierta indeterminación, el uso del término «procedimiento de autorización» permite entender que la adhesión al FOGAIN debe realizarse antes de que éste concluya, pues de lo contrario, el citado artículo debería haberse referido específicamente al acto de autorización. Por tanto, la CNMV, con base directamente en este artículo, puede y debe exigir con carácter previo al otorgamiento de la autorización prueba de que la empresa de servicios de inversión se ha adherido al FOGAIN. Esto es coherente, en primer lugar, con el principio de economía procedimental, pues de lo contrario podría darse el caso de que la CNMV se viera obligada a iniciar un procedimiento de revocación de autorización nada más haber concluido el procedimiento de autorización, si la empresa de servicios de inversión autorizada se negara a adherirse al FOGAIN, y, en segundo lugar, con el principio de cobertura del riesgo, pues si lo que se pretende con la adhesión al FOGAIN es que se cubra el riesgo, no sería razonable que éste se iniciara, como efectivamente se inicia al ser autorizada una empresa de servicios de inversión, antes de que comience su cobertura.

La fecha de adhesión es fácilmente determinable. Toda vez que al establecer el Apartado 3 del Artículo 10 que «las aportaciones de las nuevas entidades adheridas se realizarán en la fecha de adhesión», puede considerarse que en tanto las empresas de servicios de inversión no realicen la aportación inicial no son entidades adheridas.

1.1.3. Procedimiento de adhesión

Debido a la agilidad con que deberían tramitarse las solicitudes de adhesión al FOGAIN, los procedimientos establecidos son extremadamente simples:

a) Envío de una copia del documento acreditativo en el que conste la solicitud de registro como empresa de servicios de inversión ante la CNMV.

b) Remisión de una copia impresa, firmada y sellada de un formulario de comunicación de datos a las oficinas de la Gestora, a los efectos de permitir a los diferentes departamentos de la misma contactar con los interlocutores adecuados.

c) Abono de una aportación inicial a la cuenta del Fondo, por el importe fijado en el último presupuesto del FOGAIN que haya sido aprobado a la fecha de la solicitud de adhesión.

Una vez recibido el importe de la aportación inicial, se comunica por escrito a la CNMV la fecha efectiva de adhesión al FOGAIN (que coincide con la fecha de pago de la aportación inicial o con la fecha de alta en el Registro Administrativo de Empresas de Servicios de Inversión, la que sea posterior), remitiendo una copia de la comunicación a la empresa de servicios de inversión.

El Artículo 17 del Real Decreto 948/2001 estipula que el capital social de la Gestora debe distribuirse entre las empresas de servicios de inversión adheridas al FOGAIN, en proporción a su aportación al mismo. Dado que, lógicamente, en supuestos de empresas de nueva creación, la empresa de servicios de inversión recién adherida no habrá tenido actividad al 31 de diciembre del año anterior al de su registro ante la CNMV, no le correspondería abonar importe alguno como aportación ordinaria al FOGAIN correspondiente al ejercicio en que se adhiera y, por tanto, de acuerdo con el citado Artículo 17, no le correspondería acción alguna en el capital social de la Gestora. Sin embargo, puesto que el Artículo 15 del citado Real Decreto establece que las empresas de servicios de inversión adheridas al Fondo deben ser socios de la Gestora, para permitir que la empresa de servicios de inversión recién adherida acceda a la condición de accionista de la Gestora, ésta ha constituido una pequeña autocartera que permite vender a las entidades recién adheridas una acción, cuyo valor nominal es de un euro, a un precio equivalente al valor teórico contable de la misma.

1.2. *Baja de Entidades Adheridas*

El Real Decreto 948/2001 prevé tres causas de baja de una empresa de servicios de inversión como Entidad Adherida:

— Pérdida por parte de la entidad de la condición de empresa de servicios de inversión, bien por baja voluntaria de la misma, bien por revocación de su autorización.

— Incumplimiento de las obligaciones que, con respecto al FOGAIN, les impone el Real Decreto 948/2001.

— Incumplimiento del deber de aportación al capital social de la Gestora.

Mientras que en el primer caso, la exclusión del FOGAIN es consecuencia de la pérdida de la condición de empresa de servicios de inversión, en los otros dos casos la relación es a la inversa.

El Real Decreto 948/2001 se refiere únicamente al momento exacto en el que se produce la baja en el FOGAIN cuando la entidad se da de baja voluntariamente como empresa de servicios de inversión —este momento será el día en el que cause baja en el Registro Administrativo Oficial mantenido por la CNMV— pero no a los otros dos supuestos. Debemos entender que en el caso de revocación de la autorización, se producirá igualmente la baja en el FOGAIN cuando se produzca la baja en los Registros Administrativos Oficiales, a salvo de que la CNMV en la resolución de revocación de autorización especificara lo contrario. Cuando se produzca la baja por exclusión del FOGAIN, ésta tendrá lugar cuando lo decida la Gestora, pero nunca antes de los doce meses a partir de la notificación que ésta le envíe poniendo de manifiesto esa posibilidad, o el día en que se inscriba su baja en los registros oficiales como consecuencia del expediente de revocación de la autorización, si ésta fuera anterior a la decisión de la Gestora (Artículo 12.4 y 5 del Real Decreto 948/2001).

La exclusión de una Entidad Adherida por incumplimiento de sus obligaciones es causa para que el Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV, revoque inmediatamente la autorización que le hubiera sido concedida para ejercer su actividad, cuando la Entidad Adherida excluida tenga su sede social en España.

Respecto a las Entidades Adheridas que causen baja voluntaria o sean excluidas del FOGAIN, únicamente queda resaltar dos aspectos a mi juicio importantes:

— no tienen derecho alguno a la restitución de las aportaciones anuales y derramas realizadas, y

— continuarán obligadas a realizar derramas que pudieran ser acordadas por la Gestora con respecto a obligaciones de pago de indemnizaciones por parte del FOGAIN originadas por declaraciones de incumplimiento acaecidas con anterioridad a la fecha de baja o exclusión del FOGAIN.

1.3. *Evolución del censo de Entidades Adheridas*

En el Artículo 12 del Real Decreto 948/2001, dedicado a la información que los inversores deben tener a su

disposición, se establece que la Gestora debe divulgar en su memoria anual, que debe depositarse anualmente en la CNMV para su consulta pública, la relación de Entidades Adheridas. En el cuadro núm. 7 detallamos resumidamente la evolución del número de Entidades Adheridas desde la fecha de constitución del FOGAIN hasta el 28 de febrero de 2003.

A 28 de febrero de 2003, estaban en tramitación cuatro expedientes de adhesión y cuatro expedientes de baja.

2. Régimen económico

Para el efectivo cumplimiento de las funciones atribuidas al FOGAIN, éste cuenta fundamentalmente con los recursos financieros procedentes de las aportaciones anuales de las Entidades Adheridas al mismo. Adicionalmente, el Apartado 5 del Artículo 8 del Real Decreto 948/2001 autoriza al FOGAIN a obtener financiaciones de entidades financieras y el Apartado cinco del Artículo 74 de la Ley 24/2001 habilita a la CNMV para conceder préstamos al FOGAIN.

A continuación pasamos a analizar determinados aspectos relacionados con el régimen económico del FOGAIN.

2.1. *Nacimiento y extinción de la obligación de aportación*

El Artículo 8.1 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, en su redacción dada por el Artículo 96 de la Ley 53/2002 dispone que «las entidades adheridas están obligadas a cumplir con el régimen de las aportaciones anuales y derramas regulado en este artículo, de forma que el Fondo de Garantía pueda cumplir con las obligaciones frente a los inversores impuestas por esta norma».

CUADRO NÚM. 7

	NÚMERO DE ENTIDADES ADHERIDAS
Constitución	110
Altas	—
Bajas	2
Entidades Adheridas a 31/12/2001	108
Altas	5
Bajas	2
Entidades Adheridas a 31/12/2002	111
Altas	22
Bajas	—
Entidades Adheridas a 28/2/2003	133

De este artículo se desprende que tendrán obligación de realizar aportaciones aquellas empresas de servicios de inversión que estén adheridas al FOGAIN pero no cuando no lo estén, salvo lo establecido en el Artículo 12.8 para las derramas. Este artículo prevé que cuando las empresas de servicios de inversión causen baja voluntaria o sean excluidas del FOGAIN continuarán obligadas a realizar derramas que pudieran ser acordadas por la Gestora con respecto a obligaciones de pago del FOGAIN originadas por declaraciones de incumplimiento acaecidas con anterioridad a la fecha de baja o exclusión.

Conviene destacar que el citado Artículo 8 del Real Decreto 948/2001 califica, como se ha visto, la aportación como anual. La interpretación gramatical del término «anual» nos lleva a concluir que una vez atendida la obligación de aportación por una entidad adherida en un año, no será preciso repetirla hasta el siguiente año.

Quedaría por aclarar a qué año se refiere el término «anual», esto es, si se refiere al año natural o a otro distinto, y en este último caso, debería concretarse cuando empezaría o terminaría este año. La respuesta ha de ser que el año es natural, pues de conformidad con el párrafo segundo del Apartado 5 del Artículo 8 del Real Decreto 948/2001, la Gestora «elaborará un presupuesto anual, que coincidirá con el año natural, el cual incluirá el importe de la comisión de gestión a favor de la sociedad gestora, el importe provisional de la aportación anual provisional exigible a cada entidad adherida...».

Si la aportación anual se consigna como ingreso del presupuesto, lo lógico es que su duración coincida con la del propio presupuesto.

En resumen, toda Entidad Adherida al FOGAIN (independientemente del tiempo real que durante ese año esté adherida) tendrá obligación de realizar, cada año, una aportación al FOGAIN por todo ese año.

En la realidad empresarial se dan otros supuestos, distintos de las meras altas y las bajas como empresas de servicios de inversión, que pueden afectar a la obligación de éstas de realizar aportaciones al Fondo y que son los supuestos de disolución y liquidación de la Entidad Adherida, fusión y escisión.

El Real Decreto 948/2001 no establece norma alguna que matice la obligación de aportación en relación con estos casos.

Los supuestos de disolución y liquidación (incluidos los de disolución con cesión global del activo y del pasivo) no resultarán especialmente problemáticos, en la medida en que irán acompañados de un expediente de baja voluntaria de la Entidad Adherida como empresa

de servicios de inversión. Por aplicación del Artículo 12 del Real Decreto 948/2001, la baja en el FOGAIN en estos casos se producirá con la baja de la empresa de servicios de inversión en el correspondiente Registro Administrativo Oficial. El único problema radicaría en que la empresa de servicios de inversión pretendiera adelantar los efectos a un momento anterior, que nunca debería ser, razonablemente, previo a la Junta en la que se acuerde la liquidación de la misma. Esta pretensión (que sólo sería planteada en el caso de que la Junta de liquidación y la baja ocurrieran en años naturales distintos) creemos que debe ser rechazada dado que la disolución y liquidación (incluida la disolución con cesión global del activo y del pasivo) debe ser tratada como un supuesto de baja voluntaria de una empresa de servicios de inversión, ya que, de lo contrario, toda liquidación de una sociedad podría hacer inútil ese procedimiento.

Si el socio que recibe la cuota liquidativa o que adquiere los activos y pasivos fuera una Entidad Adherida, deberá computar esos activos y pasivos en su contabilidad. Estos se computarán a efectos de determinar el *quantum* de la aportación cuando proceda según resulte de la normativa contable y de las reglas antes citadas. Es decir, se computarán a efectos de la aportación en un año si éstos activos y pasivos estaban integrados en el balance de la Entidad Adherida obligada a aportar que se tome como referencia para determinar la obligación de aportar ese año.

En los supuestos de fusión y escisión deben distinguirse dos casos:

— Aquellos en los que el patrimonio transmitido (como consecuencia de la operación) se adjudique a una mercantil que ya está o estará adherida al FOGAIN. Habida cuenta del efecto de sucesión universal que acarrean este tipo de operaciones, se deberá determinar el *an* y el *quantum* de la aportación retrotrayendo los efectos de la fusión o escisión al momento que se fije en el acuerdo de la Junta de fusión o escisión como de efectos contables de la operación. De esta forma:

a) Si la sociedad transmitente se extingue o se da de baja en el FOGAIN, se considerará extinguida o dada de baja a los efectos de determinar si tiene obligación de aportar al FOGAIN desde la fecha de retroactividad contable.

b) La sociedad adquirente, cuando fuera preexistente a la operación, integrará en su contabilidad la rama transmitida que recibe, y esa rama se computará a efectos de determinar el *quantum* de la aportación desde la fecha de retroacción contable.

c) La sociedad que adquiera, cuando fuera de nueva creación, se considerará que tenía actividad previa (Artículo 10.2) por lo que no tendrá obligación de realizar aportación inicial sino que se la considerará a todos los efectos Entidad Adherida como si fuera la entidad transmitente y por el importe del patrimonio recibido.

— Aquellos en los que el patrimonio transmitido se adjudique a una entidad no adherida al FOGAIN o que no tenga obligación de estarlo en el futuro. En estos casos, no se podrá aplicar el efecto de la sucesión universal, pues la sucesora no puede serlo a los efectos del FOGAIN, por lo que se tratará como una baja de la Entidad Adherida, si ésta se hubiera extinguido. Si no se hubiera extinguido, habrá que tener en cuenta como transmitido el patrimonio objeto de segregación desde el día de la retroacción contable.

2.2. *Cálculo de las aportaciones*

En este apartado analizamos la evolución del régimen de cálculo de las aportaciones que las Entidades Adheridas deben realizar al FOGAIN a la luz de los cambios introducidos en el Real Decreto 948/2001 por la Ley 53/2002. La efectiva creación y puesta en funcionamiento del FOGAIN y su Gestora puso de manifiesto las imperfecciones del esquema normativo contenido en el Real Decreto 948/2001 con respecto al régimen de aportaciones. A nuestro juicio, el régimen inicial contenido en el citado Real Decreto consagraba soluciones ilógicas además de poco justas y, probablemente, poco meditadas por la premura en su aprobación. La reforma del citado Artículo 8, introducida por la Ley 53/2002 ha subsanado gran parte de las deficiencias.

2.2.1. Aportaciones ordinarias

Entre las mayores deficiencias observadas en el régimen consagrado por la redacción original del Artículo 8 del Real Decreto 948/2001 figuraban las siguientes:

Sistema de doble escalón

En su redacción original, el Artículo 8 del Real Decreto 948/2001 establecía un sistema de doble escalón para determinar la aportación de cada Entidad Adherida. Así, como es sabido, primero se realiza un cálculo, de forma ascendente, de la aportación global en función de los depósitos de efectivo y valores que cada entidad tuviera confiados (antiguo Artículo 8.1) y luego la aportación conjunta anual se repartía, de forma descendente, entre las Entidades Adheridas en función de los siguientes criterios (antiguo Artículo 8.5):

a) Un primer tramo en función del número de clientes de las Entidades Adheridas cubiertos por la garantía.

b) Un segundo tramo en función del importe del dinero, valores e instrumentos depositados o registrados por las Entidades Adheridas y cubierto por la garantía.

El sistema era criticable por varias razones:

1) Por su artificiosidad y complejidad, contrastando esta solución con la mucho más sencilla que el Artículo 3 del Real Decreto 2606/1996 establece para los FGD.

2) Por aplicar aparentemente criterios diferentes a la hora de determinar el universo de inversores cuyos depósitos se tienen en cuenta.

Así, para el primer escalón, nada se decía sobre si los depósitos que pertenecen a los inversores no cubiertos debían computarse. En cambio, para el segundo escalón expresamente se excluían. Esta falta de claridad permitía varias interpretaciones distintas, y, de hecho, el criterio de la Administración varió en el tiempo, pues, en un primer momento, entendió que para el cálculo de la aportación global se incluían las aportaciones de los inversores excluidos, pero luego el anexo de la *Circular 2/2001, de 23 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información a facilitar por las sociedades y agencias de valores a la sociedad gestora del Fondo de Garantía de Inversiones y sobre valoración de valores e instrumentos financieros no cotizados, a efectos de determinación de la base de cálculo de la aportación conjunta anual* —que establece un modelo de estado a los fines de recabar la información necesaria para la elaboración del presupuesto del FOGAIN— excluye de la base de cálculo relativa a dicha aportación los depósitos en efectivo (sorprendentemente, no excluye los valores e instrumentos financieros) de los inversores no cubiertos por la garantía del FOGAIN.

La solución contrastaba, de nuevo, con la prevista en la normativa de los FGD, donde sólo se tienen en cuenta los depósitos de los inversores cubiertos, única solución que creemos correcta, ya que es ilógico que un sistema diseñado para proteger al pequeño inversor calcule las aportaciones individuales considerando a clientes que no van a gozar de la cobertura del sistema.

La solución del Real Decreto, tal y como ha sido interpretado por la Administración en este punto, ha conducido a situaciones criticables. Así, ha habido Entidades Adheridas que han pagado primas minúsculas al no tener clientes cubiertos por la garantía, y que, en cambio, han contribuido de forma notabilísima a incrementar el monto de la aportación conjunta anual, ya que tienen depósitos de gran importe de clientes no cubiertos por la garantía. Obviamente, son las Entidades Adheridas con clientes cubiertos por la garantía las que tenían que pagar por dicho crecimiento artificioso de la aportación conjunta anual.

3) Por no relacionar directamente el riesgo aportado por una Entidad Adherida al sistema con su contribución al FOGAIN.

Hay que tener en cuenta que hubiera bastado con que alguna gran entidad financiera decidiera depositar las carteras de los fondos de inversión gestionados en su grupo en una empresa de servicios de inversión del mismo para que la contribución global se disparase, con un coste a repartir entre las empresas de servicios de inversión con clientes principalmente cubiertos (sin que a la entidad depositaria le supusiera *per se* incremento alguno de su aportación al FOGAIN).

En el cuadro núm. 8 ofrecemos algunos casos muy ilustrativos que se han puesto de manifiesto con ocasión de la elaboración del presupuesto inicial del FOGAIN.

4) Por no permitir a las Entidades Adheridas una adecuada presupuestación de su aportación anual al FOGAIN, al depender ésta de la participación relativa de las magnitudes de la propia Entidad Adherida en las del conjunto de las empresas de servicios de inversión y no tener conocimiento de la misma hasta la aprobación del presupuesto del FOGAIN a mediados del ejercicio presupuestado. Así, por ejemplo, el coste que, en términos de aportación anual al FOGAIN, suponía tener al cierre del ejercicio un cliente o 1.000 euros de efectivo, valores o instrumentos financieros varía de año en año, tal y como muestra el cuadro núm. 9.

Conflictos de interés

Como ya hemos señalado, una vez calculada la aportación conjunta anual del sistema, ésta debía ser distribuida entre las Entidades Adheridas en función de dos criterios: número de clientes cubiertos por la garantía y saldos cubiertos por la garantía. Sin embargo, el Real Decreto 948/2001 dejaba a juicio de la Gestora el que anualmente, con ocasión de la elaboración de cada presupuesto anual, decidiera la ponderación de cada uno

CUADRO NÚM. 8

	PORCENTAJE	
	Contribución a la aportación conjunta anual	*Aportación individual*
Entidad A	2,81	16,64
Entidad B	4,60	11,69
Entidad C	8,80	0,01
Entidad D	11,74	0,16
Entidad E.....	15,87	0,01

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO NÚM. 9

	EUROS	
	Coste por titular cubierto	*Coste por 1.000 euros de saldo cubierto*
Ejercicio 2001 (*)	6,92	0,19
Ejercicio 2002.....	7,25	0,18

(*) Anualizado, habida cuenta de la reducción del 50 por 100 operada.
Fuente: Elaboración propia.

de los criterios, si bien el criterio de número de clientes no podía representar menos de un 50 por 100. Este precepto introducía en el seno del Consejo de Administración de la Gestora un conflicto de interés manifiesto, puesto que se pedía que decidiera sobre una ponderación que representaba un «juego de suma cero», ya que, una vez fijada la aportación conjunta anual, ésta era inamovible, debiendo aportar una Entidad Adherida lo que otra dejase de aportar si se modificasen las ponderaciones. La modificación de la normativa aprobada elimina este conflicto de interés.

Inexistencia de aportación mínima

Otro aspecto en nuestra opinión censurable de la regulación era la inexistencia de importes mínimos de aportación de cada Entidad Adherida.

La experiencia que deriva de la elaboración de los presupuestos del FOGAIN hasta ahora aprobados no puede ser más ilustrativa pues, en efecto, se pueden apreciar los siguientes resultados que podemos calificar de asombrosos (9):

— La suma de las contribuciones individuales de las dos Entidades Adheridas con mayor aportación individual en cada presupuesto representaban el 28,32 por 100 y el 26,02 por 100 de la aportación conjunta anual de los ejercicios 2001 y 2002, respectivamente.

— La suma de las contribuciones individuales del grupo de las seis Entidades Adheridas con mayor aportación individual en cada presupuesto representaban el 51,02 por 100 y el 48,42 por 100 de la aportación conjunta anual de los ejercicios 2001 y 2002, respectivamente.

— En el ejercicio 2001, de 110 Entidades Adheridas, 34, es decir, un 31 por 100 de las mismas, no tuvieron que hacer aportación individual alguna.

— En el ejercicio 2002, de 108 Entidades Adheridas, 30, es decir, un 28 por 100 de las mismas, no tuvieron que hacer aportación individual alguna.

— En el ejercicio 2001, 89 Entidades Adheridas (un 81 por 100 del total) aportaban menos de 20.000 euros, es decir, menos que el importe máximo de indemnización correspondiente a un único cliente cubierto por la garantía del FOGAIN.

— En el ejercicio 2002, 76 Entidades Adheridas (un 70 por 100 del total) aportaban menos de 20.000 euros, es decir, menos que el importe máximo de indemnización correspondiente a un único cliente cubierto por la garantía del FOGAIN.

Una aportación mínima es perfectamente razonable si tenemos en cuenta que toda Entidad Adherida, por el mero hecho de prestar servicios de inversión, y con independencia de los depósitos que en un momento tenga, por un lado genera un riesgo que traslada al conjunto del sistema y por otro lado se beneficia (frente a sus clientes) de la existencia del FOGAIN.

Todas estas deficiencias observadas han sido subsanadas con el nuevo régimen económico establecido mediante la modificación del Artículo 8 del Real Decreto 948/2001 introducida por la Ley 53/2002. A continuación explicamos sucintamente cómo se calculará a partir de este año la aportación anual al FOGAIN.

Partiendo de la premisa de que si una empresa de servicios de inversión está adherida al Fondo en un año natural determinado deberá aportar ese año, su aportación se calculará:

— Por regla general, de conformidad con lo que determina el Apartado 2 del Artículo 8 del Real Decreto 948/2001, esto es, será «la suma de las siguientes cantidades:

a) Un importe fijo que se corresponde con la siguiente escala: 20.000 euros, para las empresas de servicios de inversión cuyos ingresos brutos por comisiones sean inferiores a 5 millones de euros; 30.000, si se encuentran entre 5 y 20 millones de euros; y el 40.000 cuando sean superiores a 20 millones de euros.

b) El 2 por 1.000 del dinero, más el 0,5 por 1.000 del valor efectivo de los valores e instrumentos financieros en ellas depositados o gestionados, correspondientes a clientes cubiertos por la garantía.

c) El resultado de multiplicar por el número de clientes cubiertos por la garantía por el 0,15 por 1.000 del importe mínimo a que se refiere el Artículo 6.2.»

— Por excepción, para el caso de que la empresa de servicios de inversión no hubiera estado adherida durante el año anterior, deberá realizar «la aportación mínima inicial», que se ha previsto en el Real

Decreto 948/2001 ante la imposibilidad de calcularla de conformidad con el Apartado 2 del Artículo 8, como se desprende del artículo 10.2, que establece que «en caso de adhesión de una nueva entidad residente de nueva creación... y por tanto sin actividad previa, cada una de estas entidades desembolsará en la fecha de su incorporación al Fondo el importe establecido como aportación mínima inicial en el presupuesto anual correspondiente aprobado por la CNMV».

Esta aportación mínima inicial es fijada por la Gestora en el presupuesto anual. Así se desprende del segundo párrafo del Artículo 8.5 que dispone que «el presupuesto anual deberá incluir una descripción del método de cálculo del importe previsto como aportación inicial mínima a aplicar a las empresas de servicios de inversión residentes de nueva creación, o en su caso las nuevas sucursales de empresas extranjeras, que puedan incorporarse al fondo en el curso del año».

No prevé el Real Decreto 948/2001 norma específica en relación con el *quantum* de la prestación en el caso de que una Entidad Adherida cause baja en el FOGAIN. Aunque de ello se podría desprender la aplicación a estos casos de la regla general, esto es, que se calculara la aportación de conformidad con lo previsto en el Apartado 2 del Artículo 8, contribuyendo por todo el ejercicio aunque se diera de baja antes de terminado, parece posible matizar esta conclusión, realizando ajustes sobre la aportación a realizar.

Entendemos que estos ajustes deberían realizarse prorrateando el *quantum* de la aportación correspondiente a un año, calculada de conformidad con el Artículo 8.2, por el tiempo de permanencia de la empresa de servicios de inversión como Entidad Adherida al FOGAIN. El fundamento de esta disminución estaría en que las empresas de servicio de inversión sólo deben contribuir al FOGAIN durante el período durante el cual están adheridas, regla que de forma indirecta se formula en el Artículo 12.8 *in fine*, que afirma que «dichas sociedades o agencias continuarán obligadas a realizar derramas que pudieran ser acordadas por la sociedad gestora con respecto a obligaciones de pago del Fondo originadas por declaraciones de incumplimiento acaecidas con anterioridad a la fecha de baja o exclusión del fondo». Además, atendiendo a la naturaleza de coaseguro que el FOGAIN representa, dicho prorrateo sería similar al extorno de la prima que se realiza en el sector asegurador en caso de rescisión del contrato de seguro con anterioridad a la fecha de vencimiento de una póliza.

Este prorrateo temporal no debería afectar a las aportaciones fijas (Artículo 8.2, párrafo A), en la medida en que estas aportaciones se realizan sin atención al riesgo generado, sino sólo por el mero hecho de la actividad generada durante un año natural.

Finalmente, y por aplicación del Artículo 8.5 *in fine* del Real Decreto 948/2001, que establece el principio de no devolución de las aportaciones realizadas, se debe concluir que el ajuste a realizar mediante la regla del prorrateo nunca generará la devolución de aportaciones ya realizadas. A nuestro juicio, esta interpretación necesaria genera en su aplicación una asimetría entre el tratamiento de las aportaciones correspondientes al ejercicio en que se produce la baja de aquellas Entidades Adheridas que obtengan la baja con anterioridad a la fecha de aprobación del presupuesto del FOGAIN y de aquéllas que la obtengan con posterioridad a dicha fecha.

De la nueva redacción puede deducirse que en los casos en los que la gestión de los valores estuviese a cargo de una empresa de servicios de inversión pero su depósito o registro hubiese sido confiado a otra empresa de servicios de inversión o a una entidad de crédito, se duplicaría la aportación a realizar a los respectivos Fondos, puesto que ambas entidades estarían obligadas a computarlos en su base de cálculo, cuando el riesgo de no restitución es sólo uno. Sin embargo, no podemos sino discrepar de dicha afirmación, puesto que, a nuestro juicio, la aportación de cada Entidad Adherida debe fijarse en función del riesgo que dicha Entidad aporta al sistema y, por tanto, por cada posición acreedora sujeta al riesgo de «no restitución» deben existir tantas aportaciones como Entidades Adheridas puedan generar dicha ausencia de restitución. Dicho de otra forma, debe aportar cada una de las entidades financieras que tiene facultad de disposición sobre los activos financieros en los que se materializa la posición acreedora de un inversor.

En conclusión, si bien, a nuestro juicio, la reforma que la Ley 53/2002 introduce en el régimen de cálculo de las aportaciones ordinarias al FOGAIN es positiva, a continuación apuntamos alguno de los factores adicionales que pudieran tenerse en cuenta a la hora de fijar la contribución anual al FOGAIN de cada Entidad Adherida:

— *Distinción entre «independientes» y «grupos».* Es indudable que la estructura organizativa y el accionariado de las empresas de servicios de inversión afecta profundamente a las posibilidades de producirse un incumplimiento en determinadas empresas de servicios de inversión. Aquellas empresas de servicios de inversión que forman parte de grandes grupos financieros tienen, por lo general, una mayor capacidad financiera que las empresas de servicios de inversión independientes, y tendrán, probablemente, un mayor interés que éstas en proporcionar protección a los inversores en caso de incumplimiento, minimizando el impacto a la reputación del grupo económico al que pertenezcan. Si las sociedades matrices consideran que o bien el valor intrínseco de sus empresas de servicios de inversión o

bien el daño que su declaración de incumplimiento pueda causar a la reputación del grupo es superior al coste de indemnizar a los inversores, optarán por indemnizarles, evitando de esta manera que el coste de la indemnización sea soportado por el FOGAIN. Sin embargo, esta afirmación parte de la base de que las pérdidas en las diferentes unidades de un grupo económico tienen una baja correlación y que no pueden ser lo suficientemente grandes como para amenazar la solvencia de todo el grupo. El colapso del Grupo Barings demostró lo inadecuado de esta asunción.

— *Relación entre empresa de servicios de inversión y depositario.* A priori, el riesgo de que determinados empleados de una empresa de servicios de inversión consigan el grado de colusión necesaria para defraudar a los inversores aumenta en la medida en que el depositario de los valores, la empresa de servicios de inversión y la entidad de crédito dónde se han contratado las cuentas de efectivo para la liquidación pertenezcan al mismo grupo económico. Sin embargo, la gradación de este riesgo presenta dificultades obvias, lo que, a nuestro juicio, lo invalida como parámetro de medición del riesgo objetivable.

2.2.2. Aportaciones extraordinarias

Uno de los aspectos del régimen económico del FOGAIN más criticados por las Entidades Adheridas era el derogado Apartado 3 del Artículo 8 del Real Decreto 948/2001, que establecía el régimen de derramas para los casos de insuficiencia patrimonial del FOGAIN.

De la lectura de dicho precepto se infería una obligación positiva de la Gestora para acordar, forzosamente, las derramas necesarias siempre que se previese que los recursos patrimoniales y financiaciones disponibles fueran insuficientes para atender los compromisos del FOGAIN. Además, las derramas debían acordarse en cuantía suficiente «para subsanar el correspondiente desequilibrio financiero o patrimonial». La obligación nacía cuando se daba un supuesto específico: insuficiencia patrimonial previsible, y tenía un alcance ilimitado (subsanar el desequilibrio), sin que en ambos aspectos se contemplase elemento moderador alguno. Aplicando en sus estrictos términos la norma, se podría llegar al absurdo de que alguna Entidad Adherida pudiera ver gravemente comprometida su viabilidad por necesidad de atender las derramas exigidas por la Gestora en un momento determinado. Este requisito podría provocar una crisis en cascada del sector de empresas de servicios de inversión si, por ejemplo, una de las grandes entidades quebrara, lo que obligaría al resto a efectuar aportaciones imposibles de asumir, lo que acarrearía nuevas quiebras o suspensiones de pagos, ampliando el importe de las derramas necesarias para las entidades supervivientes. De esta manera, se introducía de nuevo en el sector un riesgo sistémico a nuestro juicio inexistente con anterioridad.

En este apartado, sólo cabe recordar que el Considerando 23 de la Directiva 97/9/CE prevé que aunque la capacidad financiera de los sistemas de indemnización de los inversores debe ser proporcional a sus compromisos, «ello no debe, sin embargo, poner en peligro la estabilidad del sistema financiero del Estado Miembro que se trate».

A este respecto, cabe señalar que hubiera sido mucho más oportuno haber adoptado la solución normativa prevista para los FGD, que se puede esquematizar de la siguiente forma:

— Corresponde a la Comisión Gestora el decidir sobre la exigencia de la realización de derramas.

— La adopción del acuerdo requiere una mayoría reforzada.

— Excepcionalmente, el Banco de España puede realizar aportaciones a fondo perdido, cuya cuantía debe ser fijada por ley.

El Apartado 5 del Artículo 74 de la Ley 24/2001 ha paliado parcialmente el posible efecto del precepto relativo al automatismo del sistema de derramas diseñado para el FOGAIN, pues habilita a la CNMV para conceder préstamos al FOGAIN con cargo a sus recursos. Sin embargo, es cuando menos dudoso, a nuestro juicio, que, en caso de ser necesaria dicha financiación, la CNMV estuviera en condiciones de concederla. Por otra parte, a diferencia de las aportaciones que, en su caso, realizaría el Banco de España a los FGD, la financiación concedida por la CNMV habría que reembolsarla.

En este apartado, las modificaciones introducidas en el Artículo 8 del Real Decreto 948/2001 se limitan a:

— Eliminar la automaticidad de la necesidad de exigir derramas, incluyendo dicha figura entre las alternativas que para subsanar el desequilibrio financiero puede contemplar el Consejo de Administración de la Gestora.

— Modificar el régimen de distribución entre las Entidades Adheridas del monto total de la derrama que pudiera acordarse. Cada Entidad Adherida deberá aportar en proporción a sus aportaciones al FOGAIN en los tres ejercicios precedentes, considerando a estos efectos como primer ejercicio computable el ejercicio 2003. Esta última precisión parece prudente habida cuenta de la radical redefinición operada en el método de cálculo de las aportaciones ordinarias.

2.2.3. Límite de las aportaciones

De acuerdo con la antigua redacción del Artículo 8 del Real Decreto 948/2001, las aportaciones al FOGAIN se suspenderían automáticamente cuando el patrimonio no comprometido del mismo en operaciones propias de su objeto igualase o superase el 1 por 1.000 del valor del dinero y de los valores e instrumentos financieros depositados o registrados en las empresas de servicios de inversión adheridas al mismo. A 31 de diciembre de 2001 (últimos datos disponibles), el nivel de cobertura que representaba el patrimonio del FOGAIN en relación con el total de saldos garantizados a la misma fecha era del 7,51 por 100 (cuadro núm. 10).

De acuerdo con el presupuesto del FOGAIN correspondiente al ejercicio 2002, ya aprobado por la CNMV, la aportación que ha correspondido abonar a la Entidades Adheridas durante dicho ejercicio fue de 3.964.000 euros. De mantenerse el ritmo de aportaciones y el volumen de los saldos garantizados, y de no mediar otro siniestro en el sector, el FOGAIN hubiera tardado nueve años más, aproximadamente, en alcanzar el patrimonio necesario para suspender las aportaciones.

Sin embargo, la Ley 53/2002 ha introducido modificaciones substanciales en este área. Con el nuevo régimen económico, las aportaciones se suspenderán cuando el patrimonio no comprometido en operaciones propias del objeto del FOGAIN supere el resultante de multiplicar la cobertura máxima prevista en el Artículo 6.1 del Real Decreto 948/2001 por el 5 por 100 del número de clientes cubiertos por la garantía del todas las Entidades Adheridas al FOGAIN en el ejercicio anterior. De esta manera, tomando como referencia los últimos datos disponibles (a 31 de diciembre de 2001) el nuevo suelo para la suspensión automática de las aportaciones sería de unos 310 millones de euros (10), frente a los 37 millones de euros, aproximadamente, de suelo con el régimen anterior. Realizando un ejercicio similar al realizado con anterior, el nivel de cobertura que representaba el patrimonio del FOGAIN en relación con el citado suelo de cobertura a la misma fecha era del 0,90 por 100 (cuadro núm. 11).

De mantenerse el ritmo de aportaciones realizado durante el ejercicio 2002 y el volumen de los clientes cubiertos (circunstancia improbable habida cuenta de la obligatoria adhesión al FOGAIN de las sociedades gestoras de carteras) y de no mediar otro siniestro en el sector, el FOGAIN tardaría 78 años más, aproximadamente, en alcanzar el patrimonio necesario para suspender las aportaciones. Este simple cálculo, que no tiene en consideración los rendimientos financieros que pudiera proporcionar al FOGAIN la inversión del patrimonio no comprometido en deuda pública o en otros activos de elevada liquidez y bajo riesgo (Artículo 8.8 del Real Decreto 948/2001), nos da una idea de lo desajustado del suelo establecido. Afortunadamente para las Entidades Adheridas, el Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV, podrá acordar la disminución de los por-

CUADRO NÚM. 10

		MILES DE EUROS
Uno por 1.000 de los importes garantizados (*)	*[a]*	37.399
Patrimonio no comprometido a 31/12/2001 (**)	*[b]*	2.807
Superávit / (Déficit)	*[b] - [a]*	(34.592)
Cobertura del patrimonio	*[b] / [a]*	7,51 por 100

(*) Obtenido del presupuesto del Fondo General de Garantía de Inversiones correspondiente al ejercicio 2002.
(**) Obtenido de las cuentas anuales abreviadas del Fondo General de Garantía de Inversiones correspondientes al período comprendido entre el 30 de noviembre (fecha de su constitución) y el 31 de diciembre de 2001.
Fuente: Elaboración propia.

CUADRO NÚM. 11

		MILES DE EUROS
Patrimonio mínimo no comprometido necesario para la suspensión automática de las aportaciones (*)	*[a]*	310.198
Patrimonio no comprometido a 31/12/2001 (**)	*[b]*	2.807
Superávit / (Déficit)	*[b] - [a]*	(307.391)
Cobertura del patrimonio	*[b] / [a]*	0,90 por 100

(*) Obtenido del presupuesto del Fondo General de Garantía de Inversiones correspondiente al ejercicio 2002.
(**) Obtenido de las cuentas anuales abreviadas del Fondo General de Garantía de Inversiones correspondientes al período comprendido entre el 30 de noviembre (fecha de su constitución) y el 31 de diciembre de 2001.
Fuente: Elaboración propia.

centajes e importes a que hace referencia el Artículo 8.2 cuando el patrimonio del FOGAIN alcance la cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines. Cuestión distinta es cuál es dicha «cuantía suficiente». Una primera aproximación podría ser el importe medio por Entidad Adherida de los saldos cubiertos por la garantía del FOGAIN. De acuerdo con el Presupuesto del FOGAIN correspondiente al ejercicio 2002, dicho importe sería de 125 millones de euros, aproximadamente.

2.2.4. Recogida de información

Al objeto de disponer de la información necesaria para la elaboración del presupuesto anual y para los cálculos de las aportaciones provisionales de las Entidades Adheridas y demás informaciones contenidas en dicho presupuesto, así como el cálculo final de la aportación conjunta anual, la Gestora tiene la facultad de recabar cuantos datos precise de las Entidades Adheridas. A este respecto, se produjo una ineficiencia, puesto que la Circular 2/2001 de la CNMV incluye, como Anexo, un estado normalizado que las Entidades Adheridas deben remitir a la Gestora antes del 31 de enero de cada año, y este estado no contiene toda la información que precisa la Gestora para la elaboración del presupuesto anual del FOGAIN. Por tanto, la Gestora se vio obligada a diseñar su propio estado de información requerida (en lo sucesivo, Cuaderno de Información), con la consiguiente confusión que esta circunstancia generó entre las Entidades Adheridas, acentuada por la existencia de diferentes plazos para la presentación de uno y otro estado. Esta confusión se vio reforzada por la exigencia, a nuestro juicio poco habitual, de que las Entidades Adheridas remitan el estado exigido por la CNMV directamente a la Gestora y que sea ésta la que remita a la CNMV copia de los estados recibidos de las Entidades Adheridas. Dicha ineficiencia ha quedado subsanada mediante la derogación tácita del Anexo de la Circular 2/2001 que, a nuestro juicio, supone la reforma del régimen económico del FOGAIN introducida en el Real Decreto 948/2001 por la Ley 53/2002.

Es nuestra creencia que debe ser la Gestora la que determine el contenido de la información que reciba para la elaboración del presupuesto anual del FOGAIN. Por otra parte, si la intención de la CNMV ha sido disciplinar a las Entidades Adheridas diseñando un estado a presentar junto con el resto de información que deben remitir las empresas de servicios de inversión al organismo supervisor, sería necesario trabajar en la unificación del contenido de ambos documentos y establecer un canal de recepción diferente, siendo la CNMV quien provea de copias a la Gestora.

Como ya se ha comentado, en aplicación de lo dispuesto en el Apartado 6 del Artículo 8 del Real Decreto 948/2001, la Gestora debía determinar la base de cálculo del importe provisional de la aportación conjunta anual de las Entidades Adheridas correspondiente al ejercicio a partir de las informaciones que, siguiendo las instrucciones que ella misma hubiera remitido al respecto, fuesen suministradas por las Entidades Adheridas, materializadas en un Cuaderno de Información. El Cuaderno de Información era elaborado por cada Entidad Adherida bajo su responsabilidad y, por tanto, la Gestora consideró oportuno someter a una revisión especial dicha información.

Existían numerosos factores que hicieron aconsejable solicitar una revisión de los Cuadernos de Información suministrados por las Entidades Adheridas por parte de expertos independientes. Entre ellos, podemos citar:

— La naturaleza de la información solicitada, gran parte de la cual no se extraía directamente de los registros contables que están obligadas a llevar las Entidades Adheridas y que, por tanto, debía ser elaborada para la ocasión.

— La inexistencia de información fiable disponible para contrastar la razonabilidad de la información suministrada por las Entidades Adheridas.

— La premura de los plazos para cumplimentar la información.

— La posible heterogeneidad en la interpretación que las Entidades Adheridas hubieran podido efectuar de los criterios marcados por la Gestora para la elaboración de los Cuadernos de Información.

— La inexistencia de un deber formal por parte de la CNMV de supervisar los datos proporcionados por las Entidades Adheridas distintos de los incluidos en el estado anexado a la Circular 2/2001 o de los contenidos en otros estados que las Entidades Adheridas deben remitir periódicamente a la CNMV.

De acuerdo con lo previsto en el Artículo 8 del Real Decreto 948/2001, existe la posibilidad de realizar ajustes necesarios en el cálculo final de las aportaciones, una vez considerada la información definitiva y los resultados de una supervisión. Con el fin de incrementar la eficiencia del proceso de elaboración del Presupuesto del FOGAIN, minimizando los ajustes que pudieran ser necesarios con posterioridad a la remisión por parte de las Entidades Adheridas del Cuaderno de Información, la Gestora consideró conveniente que el mencionado proceso de supervisión fuera realizado antes de que las Entidades Adheridas le remitiesen dicho Cuaderno de Información.

Como ya hemos expuesto, el número de titulares determinaba la asignación entre las Entidades Adheri-

das del 50 por 100 de la aportación conjunta anual. Asimismo, es necesario recalcar que, de momento, el número de titulares no forma parte de los estados que las Entidades Adheridas deben remitir periódicamente a la CNMV y que, por tanto, no es objeto de su supervisión. En consecuencia, la Gestora consideró de gran importancia realizar un esfuerzo de homogeneización en los procedimientos y criterios de determinación del número de titulares. Por ello, la Gestora estimó conveniente que un experto independiente revisara el cálculo al respecto realizado por las Entidades Adheridas a 30 de septiembre de 2001, fecha de referencia utilizada para la elaboración del primer Cuaderno de Información.

Por todo ello, el Consejo de Administración de la Gestora acordó requerir a cada Entidad Adherida para que contratase con un auditor externo la emisión de un informe específico de procedimientos acordados sobre:

a) La información contenida en el Cuaderno de Información al 31 de diciembre de 2001, preparado por la Entidad Adherida para la elaboración del presupuesto del Fondo General de Garantía de Inversiones correspondiente al ejercicio 2002.

b) Los datos correspondientes al número de titulares remitidos en el Cuaderno de Información al 30 de septiembre de 2001, utilizado por la Gestora para la elaboración del Presupuesto Inicial, en el caso de que se hubiera producido un aumento en el número de titulares superior al 10 por 100 y a 250 titulares.

La necesidad de requerir en un futuro revisiones por expertos independientes del Cuaderno de Información remitido por las Entidades Adheridas desaparecería si se optase por crear un nuevo estado que formase parte de la información que las Entidades Adheridas deban remitir a la CNMV para el ejercicio de su función de supervisión o si la Gestora diseñase un nuevo Cuaderno de Información y la CNMV modificase las circulares en vigor de manera que la información contenida en el estado creado por la Gestora estuviese incluida en alguno de los estados que forman parte de la información que las Entidades Adheridas deban remitir a la CNMV para el ejercicio de su función de supervisión. A nuestro juicio, la segunda alternativa es preferible ya que, alcanzando el mismo fin, reafirma la independencia orgánica existente entre la CNMV y la Gestora. De igual forma, cualquiera de las dos alternativas propuestas reduciría los costes soportados por las Entidades Adheridas.

3. Régimen disciplinario

El Real Decreto 948/2001 contiene una única sanción para aquellas Entidades Adheridas que incumplan sus obligaciones respecto al FOGAIN o su Gestora. En efecto, el Apartado 2 del Artículo 12 del citado Real Decreto prevé que las Entidades Adheridas podrán ser excluidas del FOGAIN una vez que, requeridas al efecto, no hayan regulado su situación en el plazo que determine la Gestora, que no podrá ser inferior a un mes. Como ya se ha mencionado, la exclusión del FOGAIN será causa para que el Ministro de Economía revoque la autorización para el ejercicio de las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión. El plazo para la evacuación del expediente de exclusión es de doce meses como mínimo. En el caso de incumplimiento de las obligaciones económicas de aportación al FOGAIN, ya sean ordinarias o extraordinarias (derramas), el Real Decreto, en su redacción anterior, preveía la imposición de un recargo del 20 por 100 sobre el importe de la aportación que resulte impagada, que la Entidad Adherida habría de hacer efectivo al tiempo que efectuase la aportación debida.

En nuestra opinión, el régimen disciplinario adolecía de dos defectos que la revisión normativa debería haber subsanado:

— Por un lado, una vez incumplido el plazo establecido para el pago de una aportación y devengado el recargo correspondiente, no existe incentivo alguno para que la Entidad Adherida abone las cantidades pendientes de pago antes de que se aproxime la finalización del plazo de doce meses establecido para la exclusión de la Entidad Adherida del FOGAIN. Y ello por la simple razón de la disminución que en el coste de la sanción supone el rendimiento financiero que durante dicho período pueda obtener la Entidad Adherida al invertir a su nombre el importe de la aportación debida y del recargo. Por tanto, parece oportuno el establecimiento de un interés de demora adecuado que desincentive esta práctica.

— Por otro lado, no existe graduación alguna en el régimen sancionador, lo que, a nuestro juicio, carece de sentido práctico. Sería preferible el establecimiento de sanciones graduales que pudieran llegar hasta la exclusión de la Entidad Adherida del FOGAIN, pero que permitiesen establecer una relación entre la gravedad de la infracción y la gravedad de la sanción.

La reforma normativa introducida por la ley 53/2002 únicamente da respuesta a la primera de las anteriores deficiencias, estableciendo unos intereses de demora calculados al doble del tipo de interés legal del dinero sobre el importe de la aportación pendiente de abono.

A nuestro juicio, sigue siendo necesaria una modificación normativa que permita establecer una relación entre la gravedad de la infracción y la gravedad de la sanción, sobre todo para los incumplimientos que se refieran a obligaciones no pecuniarias.

IV. FUNCIONAMIENTO INTERNO

1. Redistribución del capital social

El Artículo 18 del Real Decreto 948/2001 prevé que la Gestora, durante los dos meses siguientes a la aprobación de sus cuentas anuales, proceda a adaptar las participaciones en su capital de cada una de las Entidades Adheridas, con el pretendido fin de dar cabida a las empresas que se hayan adherido al FOGAIN, para hacer efectivo el cese de quienes hayan causado baja y para dar reflejo a las variaciones que se hayan producido en los porcentajes de aportación al FOGAIN. El ajuste debe efectuarse bien ampliando o reduciendo el capital en la medida necesaria o bien mediante la venta o compra por la Gestora de sus propias acciones. Para la efectividad de los acuerdos de redistribución de participaciones basta que éstos sean adoptados por el Consejo de Administración de la Gestora, exceptuándose, por tanto, del cumplimiento de determinados preceptos de la *Ley de Sociedades Anónimas, texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de marzo.*

Este régimen es similar al ya revocado régimen de adaptación del capital social de las Bolsas de Valores. A nuestro juicio, este régimen nada aporta a la estabilidad del sistema de garantía de inversores y al gobierno de la Gestora. Por tanto, en lo que respecta a la obligación de redistribuir anualmente el capital social, podría ser derogado sin menoscabo de articular procedimientos que permitiesen el reflejo en el accionariado de la Gestora de las altas y bajas que se produjesen en el FOGAIN.

2. Comisión de gestión de la Gestora

Entre las funciones de la Gestora figura, de acuerdo con el Artículo 20 del Real Decreto 948/2001, el cargar al FOGAIN, en concepto de comisión de gestión, los gastos en los que haya incurrido como consecuencia de su representación y gestión, y que no sean directamente repercutibles sobre el mismo. Es decir, el coste íntegro de funcionamiento de la Gestora lo soportan, indirectamente, las Entidades Adheridas en la misma proporción que sus aportaciones anuales al FOGAIN. Esta premisa no nos parece adecuada, puesto que, en principio, el nivel de actividad de cada Entidad Adherida no influye en los costes de gestión del FOGAIN. En nuestra opinión, nos parece más equitativa una solución que permitiese distribuir la comisión de gestión que la Gestora deba cargar de forma alícuota entre todas las Entidades Adheridas al FOGAIN. Bien es cierto que las modificaciones introducidas en el régimen de cálculo de las aportaciones ordinarias, y en particular la introducción de un importe fijo en función de los ingresos brutos por comisiones, podría responder, al menos en parte, a esta filosofía. Sin embargo, si ésta ha sido la intención del legislador, creemos que hubiese sido más adecuado establecer dicha relación de forma más directa y explícita. Y ello porque, si bien el importe estimado de las aportaciones que se devengarán de acuerdo con este tramo cubren sobradamente el coste de mantenimiento de la Gestora en los niveles actuales de actividad, en situaciones de crisis, dicha cobertura podría no alcanzarse.

3. Supervisión

El carácter «cuasi público» de la función del FOGAIN se manifiesta en la intervención de la CNMV en numerosos ámbitos del devenir del FOGAIN y de su Gestora:

— Control económico-financiero, mediante la obligación de recabar la aprobación de la CNMV con respecto a los presupuestos anuales.

— Control jurídico, mediante la necesidad de autorización en el establecimiento y ulterior modificación de los criterios básicos de funcionamiento.

— Control organizativo, interviniendo la CNMV en el nombramiento de los órganos de dirección de la Gestora.

— Control operativo, pudiendo la CNMV suspender todo acuerdo del Consejo de Administración de la Gestora que considere contrario a las normas reguladoras de la actividad del FOGAIN y a los fines propios del mismo.

V. OTROS ASPECTOS

El Artículo 2 del Real Decreto 948/2001, en su Apartado 2, contempla la posibilidad de que, una vez creado el FOGAIN, las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores, cuando así lo acuerden y se adhiera un número suficiente de ellas, puedan crear un segundo Fondo de Garantía de Inversiones que las agrupe. Este precepto parece intentar dar cabida a la primitiva aspiración de las Bolsas de Valores de organizar un sistema de garantía de inversores bajo su estructura y supervisión.

El cuadro núm. 12 muestra, para los ejercicios 2001 y 2002, el importe de la aportación anual agrupada por tipo de Entidad Adherida, así como el porcentaje que dicho importe representa sobre la aportación conjunta anual de las Entidades Adheridas.

Teniendo en cuenta que la aportación correspondiente al ejercicio 2001 incluía una aportación mínima inicial a cargo de cada sociedad o agencia de valores adherida

CUADRO NÚM. 12

	2001		2002	
	Euros	*Porcentaje*	*Euros*	*Porcentaje*
Miembros de Bolsa				
Sociedades de valores.....	1.750.722,91	59,65	2.857.661,86	78,74
Agencias de valores.....	404.040,62	13,77	473.430,00	13,04
	2.154.763,53	73,42	3.331.091,86	91,78
No Miembros de Bolsa				
Sociedades de valores.....	120.156,63	4,09	114.535,99	3,16
Agencias de valores.....	479.538,64	16,34	137.567,05	3,79
	599.695,27	20,43	252.103,04	6,95
Bajas.....	180.541,18	6,15	46.262,99	1,27
	2.934.999,98	**100,00**	**3.629.457,89**	**100,00**

Fuente: Elaboración propia.

al FOGAIN por importe de 10.000 euros, que, en principio, no es recurrente, las cifras avalan la conveniencia de mantener un único Fondo de Garantía de Inversiones para el conjunto de las empresas de servicios de inversión, desaconsejando, por tanto, la creación de un segundo Fondo. La razón fundamental para mantener dicha unidad sería la fragilidad resultante del sistema de coaseguro para las Entidades Adheridas que no son miembros de alguna Bolsa de Valores. Dicha fragilidad motivaría que el sistema de garantía de inversiones no pudiese alcanzar el fin último para el que está diseñado, que, no debemos olvidar, es la generación de confianza en el pequeño inversor. Estas inquietudes parecen haber encontrado eco en la derogación tácita de dicha posibilidad que supone la introducción en lo referente al número de Fondos de Garantía de Inversiones del singular en el Apartado 1 del Artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores, que queda redactado como sigue: «Se creará *un Fondo de Garantía de Inversiones...*».

Esta argumentación nos lleva a cuestionarnos si no sería más beneficioso para el sistema financiero español en su conjunto que existiese un único Fondo de Garantía de Inversiones que cubriese a todos los inversores, independientemente de si actúan en los mercados de valores a través de una entidad de crédito o de una empresa de servicios de inversión.

En determinadas esferas se ha especulado con la conveniencia de que un único Fondo cubriera la restitución de valores y efectivo con motivo de la realización de servicios de inversión tanto por parte de las empresas de servicios de inversión como de las entidades de crédito. En nuestra opinión, si bien dicha solución redundaría en beneficio de la solvencia del sistema de indemnización de los inversores en su conjunto, plantearía muchos más problemas de los que solventaría. Por una parte, el sistema de garantía de depósitos ya vigente proporciona, en buena medida, una cobertura al efectivo depositado por los inversores. Por otra parte, carece a priori de sentido el que el sistema de garantía de depósitos, gestionando globalmente el riesgo de insolvencia de una entidad de crédito (vía su carácter de «gestor de crisis»), no asumiera la cobertura de una porción específica del riesgo derivado de la insolvencia de una entidad de crédito. Finalmente, no conviene pasar por alto que sería necesario solventar los conflictos, tanto de jurisdicción como de opinión, que la existencia de dos sistemas de garantía con objetivos diferentes (indemnización *vs.* intervención) podría generar entre ambos sistemas, para evitar un perjuicio para el entramado en su conjunto, cuyo fin, no olvidemos, es el apuntalar la confianza en los mercados financieros de los participantes en ellos.

Uno de los principales elementos diferenciales del FOGAIN con respecto a los FGD es que el primero tiene un carácter exclusivamente «indemnizatorio» ante situaciones de insolvencia de una Entidad Adherida. Por el contrario, los FGD no sólo actúan como vehículos de indemnización, sino que deben actuar como mecanismos de salvamento de entidades de crédito en crisis. Esta diferencia nace, aparentemente, de la mayor necesidad de salvaguardia necesaria ante las crisis de entidades de crédito, por cuanto el riesgo de contagio sistémico afrontado en el supuesto de crisis de solvencia difiere sustancialmente. Los objetivos de la regulación para el sistema bancario son claros: la provisión de estabilidad al sistema financiero y la reducción del riesgo sistémico. Sin embargo, un análisis detallado revela que la importancia del riesgo sistémico en el esquema de riesgos de las empresas de servicios de inversión en España es mucho menor que en el de las entidades de crédito.

A corto plazo, la implantación de un «fondo único de garantía de inversiones» parece inalcanzable, si bien la estructura de garantías de los FGD y la diferente naturaleza de la garantía del depósito y de la garantía de inversiones parecen apuntar en esa dirección. Sin embargo, no entraremos en mayores exploraciones al respecto, puesto que el alcance de esta colaboración, unido al limitado espacio disponible, no permite la profundidad de análisis que merecería, a nuestro juicio, dicho escenario.

VI. PRINCIPALES CONCLUSIONES

Si bien es cierto que en el estadio inicial de vida del FOGAIN en que nos encontramos no es posible analizar, desde una perspectiva sólida y empírica, la totalidad de los aspectos operativos del neonato FOGAIN, sí que pueden avanzarse algunas conclusiones, manteniendo en mente el objetivo de que todo sistema de garantía de inversiones debe ser creíble, para lo que es necesario que esté correctamente diseñado, adecuadamente puesto en ejecución y, sobre todo, bien comprendido por la opinión pública:

— Debe ser bienvenido el nacimiento y puesta en funcionamiento de un nuevo mecanismo de garantía que debe contribuir a reforzar la confianza que depositan en los mercados financieros los inversores no profesionales.

— El sistema debe consolidarse con el menor coste posible para quien lo soporta, las empresas de servicios de inversión, sin que ello perjudique la solvencia del sistema.

— Es imprescindible clarificar aquellos preceptos normativos que afecten directamente a los inversores reclamantes. Y ello porque no se debe olvidar que el fin último del sistema de indemnización de los inversores es generar confianza en el sistema financiero en su conjunto y en las empresas de servicios de inversión en particular. Especialmente, necesitan una urgente revisión los preceptos relativos a los plazos que afectan a la tramitación de las reclamaciones y los relativos a la subrogación del FOGAIN en los derechos de los inversores, una vez abonado el importe de la indemnización. Asimismo, una mayor precisión de los conceptos de titular y de saldo cubierto serían altamente aconsejables.

— Es necesario avanzar en el diseño de modelos de cálculo de aportaciones que reflejen el riesgo aportado al sistema por cada empresa de servicios de inversión, con particular énfasis en el análisis de los principales factores de riesgo. Para evitar que la existencia del FOGAIN cree distorsiones en la competencia entre empresas de servicios de inversión, es necesario mantener el espíritu de la reciente reforma normativa, de forma que el nivel individual de las aportaciones al mismo esté en relación con el riesgo aportado al sistema. Es necesario profundizar en la línea apuntada.

— En la medida en que sea posible, es preciso eliminar las divergencias existentes entre la normativa que regula el FOGAIN y la que regula los FGD. Especialmente imprescindible es revisar el ámbito de cobertura por razón de la naturaleza del reclamante y los mecanismos de financiación extraordinaria previstos para el supuesto de insuficiencia patrimonial de los Fondos para hacer frente a las indemnizaciones, ya que la confianza que los inversores depositen en el FOGAIN dependerá, en gran medida, en que las fuentes de financiación de que éste disponga le permitan abonar las indemnizaciones en el menor plazo posible.

— Con vistas a satisfacer el fin último para el que se ha creado el sistema de indemnización a los inversores, que no es otro que incrementar la confianza del inversor no profesional en el sector de las empresas de servicios de inversión, la Gestora necesita incrementar el esfuerzo realizado para promover el conocimiento por parte de la opinión pública en general, y de los inversores en particular, de los procedimientos establecidos por la misma para la tramitación de las reclamaciones recibidas, así como de los criterios utilizados en la determinación del importe de las indemnizaciones. Hasta la fecha, la hipoteca que ha supuesto para el FOGAIN y su Gestora la retroactividad de la cobertura no ha permitido a ésta última dar adecuado cumplimiento a la función de promoción de la información para dar a conocer a los inversores el alcance y contenido del FOGAIN que le atribuye el Real Decreto 948/2001.

NOTAS

(*) Las opiniones y conclusiones contenidas en el presente documento corresponden a su autor, y pueden no coincidir con la posición de la Gestora del Fondo General de Garantía de Inversiones, S.A. como institución.

(1) FINANCIAL STABILITY FORUM (2001), *Guidance for Developing Effective Deposit Insurance Systems.*

(2) DIARIO DE SESIONES DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS, número 454, año 1998, página 13084.

(3) BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO, número 121, de 21 de mayo de 2002, página 18060.

(4) La CNMV ha publicado las guías informativas *Qué debe saber de las empresas de servicios de inversión* y *Qué debe saber de los chiringuitos financieros,* que, dirigidas a los inversores, profundizan en la distinción entre una empresa o persona autorizada y un «chiringuito financiero».

(5) Advertencias al público 2/1999 y 4/1999 al amparo del Artículo 64.7. d) de la Ley del Mercado de Valores, realizadas por la CNMV el 24 de mayo y el 2 de julio de 1999, respectivamente.

(6) Auto de verificación de créditos de 21 de abril de 1999, Sentencia de 29 de mayo de 2000, del Juzgado de Primera Instancia número 2 de Zaragoza, y Sentencia de la Sección Cuarta de la Audiencia Provincial de Zaragoza de fecha 6 de marzo de 2001, entre otros.

(7) El Código Internacional de Cuenta Bancaria (International Bank Account Number o IBAN) es una serie de caracteres alfanuméricos que identifica una cuenta determinada de una entidad financiera en cualquier lugar del mundo. Se trata de un estándar (EBS204) del Comité de Estándares Bancarios (www.ecbs.org). El IBAN consta de un máximo de 34 caracteres alfanuméricos. Los dos primeros son de carácter alfabético e identifican el país. Los dos siguientes son dígitos de control. Los restantes son el número de cuenta, que en la mayoría de los casos identifica además la entidad y la oficina. En el caso español, a los cuatro primeros siguen los 20 caracteres del Código de Cuenta Cliente actual: Código de banco (4 dígitos) – Código de sucursal (4 dígitos) – Dígito de control (2 dígitos) – Número de cuenta (10 dígitos).

(8) FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *FSA Handbook, Compensation Sourcebook,* Chapter 8, Section 3, COMP 8.3.1 R, Release 006, julio de 2002.

(9) En las conclusiones referentes al presupuesto del FOGAIN para el ejercicio 2001 no se ha tenido en cuenta la aportación mínima inicial que, por importe de 10.000 euros, se exigió a todas las Entidades Adheridas.

(10) Resultado de multiplicar el 5 por 100 del número de clientes cubiertos por la garantía del FOGAIN a 31 de diciembre de 2001 (según el Presupuesto del FOGAIN correspondiente al ejercicio 2002, el número total de clientes cubiertos era de 310.000, aproximadamente) por la cobertura máxima (20.000 euros).

Legislación

Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo
de 3 de marzo de 1997 relativa a los sistemas de indemnización de los inversores

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
Reformada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre; Ley 44/2002, de 22 de noviembre;
Ley 53/2002, de 30 de diciembre

Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto,
sobre sistemas de indemnización de los inversores
(Reformado por Ley 53/2002, de 30 de diciembre)

Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 3 de marzo de 1997 relativa a los sistemas de indemnización de los inversores

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO
DE LA UNIÓN EUROPEA

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, y en particular el apartado 2 de su artículo 57,

Vista la propuesta de la Comisión (1),

Visto el dictamen del Comité Económico y Social (2),

Visto el dictamen del Instituto Monetario Europeo (3),

De conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 189 B del Tratado (4), a la vista del texto conjunto aprobado por el Comité de conciliación el 18 de diciembre de 1996,

1. Considerando que, el 10 de mayo de 1993, el Consejo aprobó la Directiva 93/22/CEE relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (5); que dicha Directiva constituye un instrumento esencial para la realización del mercado interior en el sector de las empresas de inversión;

2. Considerando que la Directiva 93/22/CEE establece normas prudenciales que las empresas de inversión deben observar en todo momento, incluidas las encaminadas a proteger, en la medida de lo posible, los derechos de los inversores en relación con los fondos o instrumentos que les pertenezcan;

3. Considerando, sin embargo, que ningún sistema de supervisión puede ofrecer una garantía completa, particularmente en el caso de que se cometan actos fraudulentos;

4. Considerando que la protección de los inversores y el mantenimiento de la confianza en el sistema financiero constituyen un importante aspecto de la realización y el buen funcionamiento del mercado interior en este sector y que, a tal fin, es esencial que cada Estado miembro disponga de un sistema de indemnización de los inversores que proporcione un nivel mínimo armonizado de protección, por lo menos al pequeño inversor, en los casos en que una empresa de inversión no pueda cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores;

5. Considerando que los pequeños inversores podrán, por consiguiente, adquirir servicios de inversión de sucursales de empresas de inversión comunitarias o en el marco de una prestación de servicios transfronteriza, con la misma confianza que si se dirigieran a una empresa nacional, conscientes de que se beneficiarían de un nivel mínimo armonizado de protección para el caso en que la empresa de inversión no esté en condiciones de cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores;

6. Considerando que, de no existir dicha armonización mínima, los Estados miembros de acogida podrán considerar justificada, en aras de la protección del inversor, la exigencia de la participación en sus sistemas de indemnización de las empresas de inversión de los demás Estados miembros que operen a través de una sucursal o mediante la libre prestación de servicios y no estén adheridas a ningún sistema de indemnización de los inversores en su Estado miembro de origen o cuando participen en un sistema que no ofrezca una protección considerada equivalente; que dicha exigencia podría crear dificultades con respecto al funcionamiento del mercado interior;

7. Considerando que, aunque la mayor parte de los Estados miembros disponen actualmente de sistemas de indemnización de los inversores, la mayoría no disponen de sistemas cuyo ámbito de aplicación abarque a todas las empresas de inversión titulares de la autorización única prevista por la Directiva 93/22/CEE;

8. Considerando que, por consiguiente, debería exigirse que todos los Estados miembros dispongan de un sistema o sistemas de indemnización de los inversores, en el que participen todas estas empresas de inversión; que el sistema de que se trate debería cubrir los fondos o instrumentos depositados en una empresa de inversión en relación con las operaciones de inversión de un inversor que no puedan ser restituidas al inversor cuando una empresa de inversión no esté en condiciones de cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores; que esto no prejuzga en modo alguno las normas y procedimientos aplicables en cada Estado miembro para las decisiones que deban adoptarse en caso de insolvencia o de liquidación de una empresa de inversión;

(1) DO n.° C 321 de 27. 11. 1993, p. 15 y DO n.° C 382 de 31. 12. 1994, p. 27.
(2) DO n.° C 127 de 7. 5. 1994, p. 1.
(3) Dictamen emitido el 28 de julio de 1995.
(4) Dictamen del Parlamento Europeo de 19 de abril de 1994 (DO n.° C 128 de 9. 5. 1994, p. 85), Posición común del Consejo de 23 de octubre de 1995 (DO n.° C 320 de 30. 11. 1995, p. 9) y Decisión del Parlamento Europeo de 12 de marzo de 1996 (DO n.° C 96 de 1. 4. 1996, p. 28). Decisión del Consejo del 17 de febrero de 1997 y Decisión del Parlamento Europeo de 19 de febrero de 1997 (DO n.° C 85 de 17. 3. 1997).
(5) DO n.° L 141 de 11. 6. 1993, p. 27.

9. Considerando que la definición de empresa de inversión incluye a las entidades de crédito autorizadas para prestar servicios de inversión; que también debe exigirse a dichas entidades de crédito su participación en un sistema de indemnización de los inversores con respecto a sus operaciones de inversión; que, sin embargo, no es necesario exigir a dichas entidades de crédito que se adhieran a dos sistemas distintos cuando un único sistema cumpla simultáneamente los requisitos de la presente Directiva y de la Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos (1); que, en el caso de las empresas de inversión que sean entidades de crédito, puede resultar difícil, en determinados casos, distinguir entre depósitos contemplados en la Directiva 94/19/CE y los fondos depositados en relación con operaciones de inversión; que se debe ofrecer a los Estados miembros la posibilidad de determinar cuál de las dos Directivas debe aplicarse a tales depósitos y fondos;

10. Considerando que la Directiva 94/19/CE permite a los Estados miembros eximir a una entidad de crédito de la obligación de pertenecer a un sistema de garantía de depósitos cuando la entidad de crédito pertenezca a un sistema que proteja a la propia entidad de crédito y garantice, en particular, su solvencia; que, cuando una entidad de crédito que pertenezca a un sistema semejante sea también una empresa de inversión, los Estados miembros deben también estar autorizados, con determinadas condiciones, a eximirla de la obligación de adherirse a un sistema de indemnización de los inversores;

11. Considerando que un nivel mínimo armonizado de indemnización de 20.000 ecus por inversor debería ser suficiente para proteger los intereses del pequeño inversor en el caso de que la empresa de inversión no esté en condiciones de cumplir sus obligaciones respecto de sus clientes inversores; que parece razonable, en consecuencia, fijar el nivel mínimo armonizado en 20.000 ecus; que, como en la Directiva 94/19/CE, podrían ser necesarias disposiciones transitorias limitadas para permitir que los sistemas de indemnización respeten dicha cifra, lo cual se aplica también a los Estados miembros que, en el momento de la adopción de la presente Directiva, no dispongan de un sistema de ese tipo;

12. Considerando que este mismo nivel fue aprobado mediante la Directiva 94/19/CE;

13. Considerando que, para incitar al inversor a que dé muestra de discernimiento al elegir la empresa de inversión, es razonable autorizar a los Estados miembros a que exijan al inversor que soporte una parte de la pérdida; que, no obstante, el inversor debe estar cubierto, como mínimo, en un 90% de su pérdida siempre que la indemnización abonada no alcance el mínimo comunitario;

14. Considerando que los sistemas de algunos Estados miembros ofrecen actualmente unos niveles de cobertura más elevados que el nivel mínimo armonizado de protección de la presente Directiva; que, sin embargo, no parece oportuno exigir una modificación de estos sistemas en este punto;

15. Considerando que el mantenimiento en la Comunidad de sistemas que ofrecen una cobertura de las inversiones superior al mínimo armonizado puede llevar, dentro de un mismo territorio, a disparidades en las indemnizaciones y a condiciones de competencia desiguales entre las empresas de inversión nacionales y las sucursales de empresas de otros Estados miembros; que, con el fin de compensar dichas desventajas, se debe permitir a las sucursales adherirse al sistema del país de acogida, a fin de que puedan ofrecer el mismo nivel de cobertura que el sistema del país en el que estén establecidas; que conviene que la Comisión, en el informe que presente sobre la aplicación de la presente Directiva, indique en qué medida han utilizado esta opción las sucursales, así como las posibles dificultades que las sucursales o los sistemas de indemnización hayan podido encontrar para aplicar estas disposiciones; que no se excluye que el propio sistema del Estado miembro de origen ofrezca tal cobertura complementaria, sin perjuicio de las condiciones que haya fijado dicho sistema;

16. Considerando que se podrían crear distorsiones en el mercado si las sucursales de determinadas empresas de inversión establecidas en un Estado miembro distinto del Estado miembro de origen ofrecen unos niveles de cobertura más altos que los ofrecidos por las empresas de inversión autorizadas en el Estado miembro de acogida; que no es adecuado que el nivel y el alcance de la cobertura ofrecida por los sistemas de indemnización se convierta en un instrumento competitivo; que, por ello, es necesario estipular, al menos en un primer momento, que el nivel y alcance de la cobertura que ofrezcan los sistemas de un Estado miembro de origen a los inversores de las sucursales situadas en otro Estado miembro no superarán el nivel y alcance máximos ofrecidos por el sistema correspondiente del Estado miembro de acogida; que en una fecha próxima se deberán examinar las posibles distorsiones del mercado, sobre la base de la experiencia adquirida y a la luz de los cambios que experimente el sector financiero;

17. Considerando que, cuando un Estado miembro estime que determinadas categorías de inversiones o de inversores enumerados específicamente no necesitan ninguna protección especial, deberá poder excluirlos de la cobertura ofrecida por los sistemas de indemnización de los inversores;

18. Considerando que en varios Estados miembros los sistemas de indemnización de los inversores están bajo la responsabilidad de organizaciones profesionales; que existen, en otros Estados miembros, sistemas establecidos y regulados legalmente; que esta diversidad de régimen jurídico sólo plantea un problema en lo que se refiere a la adhesión obligatoria al sistema y a la exclusión del mismo; que, por consiguiente, es necesario prever disposiciones que limiten las competencias de los sistemas a este respecto;

19. Considerando que se debe indemnizar al inversor sin retrasos excesivos, una vez que se haya verificado la existencia de su crédito; que debe permitirse que el propio sistema

(1) DO n.º L 135 de 31. 5. 1994, p. 5.

de indemnización fije un plazo razonable durante el cual se deban presentar las reclamaciones; que, sin embargo, no debe poder invocarse la expiración de dicho plazo contra el inversor que, por motivos justificados, no haya podido reclamar su crédito en el plazo fijado;

20. Considerando que la información al inversor sobre las modalidades de indemnización constituye un elemento fundamental de su protección; que el artículo 12 de la Directiva 93/22/CEE imponía a las empresas de inversión la obligación de informar a los inversores, antes de entrar en relación de negocios con ellos, sobre la eventual aplicación de un sistema de indemnización; que, por consiguiente, conviene que la presente Directiva establezca reglas de información a dichos inversores potenciales sobre el sistema de indemnización que ampara sus operaciones de inversión;

21. Considerando que la utilización no regulada, con fines publicitarios, de referencias a la cantidad y al alcance del sistema de indemnización puede, no obstante, perjudicar la estabilidad del sistema bancario o la confianza de los inversores; que, por consiguiente, los Estados miembros deberían fijar normas que limiten dichas referencias;

22. Considerando, en principio, que la presente Directiva exige a todas las empresas de inversión que se adhieran a un sistema de indemnización de los inversores; que las Directivas por las que se regula la admisión de empresas de inversión cuyo domicilio social se encuentre en un país tercero y, en particular, la Directiva 93/22/CEE permiten que los Estados miembros decidan si admiten que las sucursales de dichas empresas de inversión operen en su territorio y en qué condiciones; que dichas sucursales no se beneficiarán del régimen de libre prestación de servicios en virtud del párrafo segundo del artículo 59 del Tratado, ni de la libertad de establecimiento en Estados miembros distintos de aquél en el que estén establecidas; que, por consiguiente, el Estado miembro que admita a dichas sucursales debe decidir la forma de aplicar los principios de la presente Directiva a dichas sucursales, de conformidad con el artículo 5 de la Directiva 93/22/CEE y teniendo en cuenta la necesidad de proteger a los inversores y de asegurar la integridad del sistema financiero; que es esencial que los inversores que se dirijan a dichas sucursales estén plenamente informados de las disposiciones que les son aplicables en materia de indemnización;

23. Considerando que no es indispensable armonizar en el marco de la presente Directiva los métodos de financiación de los sistemas de indemnización de los inversores, dado que, por un lado, los costes de financiación de estos sistemas deberían recaer, en principio, en las propias empresas de inversión y que, por otro, la capacidad financiera de dichos sistemas debe ser proporcional a sus compromisos; que ello no debe, sin embargo, poner en peligro la estabilidad del sistema financiero del Estado miembro de que se trate;

24. Considerando que la presente Directiva no podrá tener como efecto que los Estados miembros o sus autoridades competentes incurran en responsabilidad con respecto a los inversores, debido a que han velado por la creación o el reconocimiento oficial de uno o más sistemas que aseguren la indemnización o la protección de los inversores en las condiciones definidas en la presente Directiva;

25. Considerando, en definitiva, que resulta necesaria una armonización mínima de los sistemas de indemnización de los inversores, con el fin de realizar el mercado interior para las empresas de inversión, ya que permite al establecimiento de relaciones de mayor confianza entre los inversores y dichas empresas, muy especialmente cuando se trata de empresas originarias de otros Estados miembros, y evita las dificultades que podrían derivarse de la aplicación, por parte de los Estados miembros de acogida, de disposiciones nacionales en materia de protección de los inversores carentes de coordinación a nivel comunitario; que una directiva comunitaria vinculante es el único instrumento adecuado para lograr el objetivo perseguido, ante la ausencia generalizada de sistemas de indemnización de los inversores cuyo ámbito de aplicación corresponda al de la Directiva 93/22/CEE; que la presente Directiva se limita a la armonización mínima necesaria; que permite que los Estados miembros ofrezcan una cobertura más amplia o elevada si así lo desean y, asimismo, deja a éstos el grado de libertad necesario en lo que se refiere a la organización y financiación de los sistemas de indemnización de los inversores,

HAN ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

Artículo 1

A efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

1. *empresa de inversión*: una empresa de inversión tal como se define en el punto 2 del artículo 1 de la Directiva 93/22/CEE,

— autorizada con arreglo a lo dispuesto en el artículo 3 de la Directiva 93/22/CEE, o

— autorizada como entidad de crédito, de conformidad con la Directiva 77/780/CEE (1) y la Directiva 89/646/CEE (2), cuya autorización abarque uno o más servicios de inversión de los enumerados en la sección A del Anexo de la Directiva 93/22/CEE;

2. *operaciones de inversión*: todo servicio de inversión tal como se define en el punto 1 del artículo 1 de la Directiva 93/22/CEE, así como aquéllos a los que se hace referencia en el punto 1 de la sección C del Anexo de la mencionada Directiva;

---

(1) Primera Directiva 77/780/CEE del Consejo, de 12 de diciembre de 1977, sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (DO n.° L 322 de 17. 12. 1977, p. 30). Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 89/646/CEE (DO n.° L 386 de 30. 12. 1989, p. 1).

(2) Segunda Directiva 89/646/CEE del Consejo, de 15 de diciembre de 1989, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y por la que se modifica la Directiva 77/780/CEE (DO n.° L 386 de 30. 12. 1989, p. 1). Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 92/30/CEE (DO n.° L 110 de 28. 4. 1992, p. 52).

3. *instrumentos*: los instrumentos enumerados en la sección B del Anexo de la Directiva 93/22/CEE;

4. *inversor*: toda persona que haya confiado fondos o instrumentos a una empresa de inversión en el marco de operaciones de inversión;

5. *sucursal*: un establecimiento que constituya una parte sin personalidad jurídica de una empresa de inversión y que preste servicios de inversión para cuyo ejercicio la empresa de inversión haya recibido la oportuna autorización; todos los establecimientos creados en un mismo Estado miembro por una empresa de inversión que tenga su domicilio social en otro Estado miembro se considerarán como una sola sucursal;

6. *operación de inversión conjunta*: una operación de inversión efectuada por cuenta de al menos dos personas o sobre la cual al menos dos personas tengan derechos que puedan ejercerse con la firma de al menos una de esas personas;

7. *autoridades competentes*: las autoridades definidas en el artículo 22 de la Directiva 93/22/CEE; dichas autoridades podrán ser, en su caso, las que se definen en el artículo 1 de la Directiva 92/30/CEE del Consejo, de 6 de abril de 1992, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada (1).

Artículo 2

1. Cada Estado miembro velará por la implantación y el reconocimiento oficial en su territorio de uno o más sistemas de indemnización de los inversores. Excepto en los casos mencionados en el párrafo segundo del presente apartado y en el apartado 3 del artículo 5, ninguna de las empresas de inversión autorizadas en dicho Estado miembro podrá efectuar operaciones de inversión sin participar en uno de dichos sistemas.

No obstante, los Estados miembros podrán eximir a las entidades de crédito sujetas a la presente Directiva de la obligación de pertenecer a un sistema de indemnización de los inversores cuando dichas entidades de crédito ya estén exentas de pertenecer a un sistema de garantía de depósitos, en aplicación del apartado 1 del artículo 3 de la Directiva 94/19/CE, siempre que se facilite a los inversores, en las mismas condiciones, la protección y la información que se facilita a los depositantes, de manera que los inversores se beneficien de una protección al menos equivalente a la que ofrece un sistema de indemnización de los inversores.

Los Estados miembros que se acojan a esa facultad informarán de ello a la Comisión; comunicarán, en particular, las características de dichos sistemas de protección y las entidades de crédito a las que dan cobertura con arreglo a la presente Directiva, así como cualquier modificación posterior de la información transmitida. La Comisión informará de ello al Consejo.

(1) DO n.º L 110 de 28. 4. 1992, p. 52.

2. El sistema dará cobertura a los inversores conforme a lo dispuesto en el artículo 4 cuando:

— las autoridades competentes hayan comprobado que, desde su punto de vista, la empresa de inversión de que se trate se encuentra, de momento y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, en la imposibilidad de cumplir sus obligaciones derivadas de los derechos de los inversores y no parece tener por el momento perspectiva próxima de poder hacerlo; o cuando

— una autoridad judicial, por razones directamente relacionadas con la situación financiera de la empresa de inversión, haya dictado una resolución que tenga como efecto suspender la posibilidad de los inversores de hacer efectivos sus créditos contra dicha empresa,

si esto último tuviere lugar antes.

Deberá asegurarse una cobertura respecto de los créditos resultantes de la incapacidad de una empresa de inversión para:

— reembolsar a los inversores los fondos que se les adeuda o que les pertenecen y que la empresa tenga depositados por cuenta de aquéllos en relación con operaciones de inversión, o

— restituir a los inversores todo instrumento que les pertenezca y que la empresa posea, administre o gestione por cuenta de aquéllos en relación con operaciones de inversión,

de acuerdo con las condiciones legales y contractuales aplicables.

3. Todos los créditos del tipo de los contemplados en el apartado 2 ejercitables frente a entidades de crédito que, en un Estado miembro, estén sujetas simultáneamente a la presente Directiva y a la Directiva 94/19/CE, serán adscritos por el Estado miembro a un sistema de los previstos en una u otra de las Directivas, según estime adecuado dicho Estado miembro. Ningún crédito podrá ser objeto de doble indemnización en virtud de ambas Directivas.

4. La cuantía del crédito de un inversor se calculará de conformidad con las condiciones legales y contractuales, en particular, las relativas a la compensación y los créditos compensables, aplicables para evaluar en la fecha de la comprobación o la resolución contempladas en el párrafo primero del apartado 2 el importe de los fondos o el valor, determinado en su caso por referencia al del mercado, de los instrumentos que pertenezcan al inversor y que la empresa de inversión no pueda reintegrar o restituir.

Artículo 3

Quedarán excluidos de cualquier compensación con cargo al sistema de indemnización de los inversores los créditos relativos a operaciones en relación con las cuales haya recaído condena penal por el delito de blanqueo de capitales con

arreglo al artículo 1 de la Directiva 91/308/CEE del Consejo, de 10 de junio de 1991, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales (1).

Artículo 4

1. Los Estados miembros velarán por que la cobertura prevista por el sistema prevea una cobertura que no sea inferior a 20.000 ecus por inversor con respecto a los créditos contemplados en el apartado 2 del artículo 2.

Hasta el 31 de diciembre de 1999, los Estados miembros en los que, en el momento de la adopción de la presente Directiva, la cobertura sea inferior a 20.000 ecus podrán mantener dicho nivel de cobertura, siempre que éste no sea inferior a 15.000 ecus. También podrán acogerse a esta posibilidad los Estados miembros que se beneficien de las disposiciones transitorias del párrafo segundo del apartado 1 del artículo 7 de la Directiva 94/19/CE.

2. Los Estados miembros podrán disponer que determinados inversores queden excluidos de la cobertura del sistema de garantía o cuenten con una cobertura inferior. Dichas exclusiones se enumeran en el Anexo I.

3. El presente artículo no será obstáculo para el mantenimiento o la adopción de disposiciones que aseguren a los inversores una cobertura superior o más completa.

4. Los Estados miembros podrán limitar la cobertura prevista en el apartado 1 o la contemplada en el apartado 3 a un determinado porcentaje del crédito del inversor. No obstante, el importe garantizado deberá ser igual o superior al 90% del citado crédito hasta que el importe que deba pagarse en el marco del sistema alcance los 20.000 ecus.

Artículo 5

1. Cuando una empresa de inversión cuya pertenencia a un sistema sea obligatoria en virtud del apartado 1 del artículo 2 no cumpla las obligaciones que le correspondan como miembro de dicho sistema, se informará de ello a las autoridades competentes que hayan expedido la autorización, las cuales, en colaboración con el sistema de indemnización, tomarán todas las medidas apropiadas, incluida la imposición de sanciones, para garantizar que la empresa de inversión de que se trate cumpla sus obligaciones.

2. Cuando con dichas medidas no se consiga garantizar que la empresa de inversión cumpla sus obligaciones, el sistema podrá notificar a la empresa de inversión su decisión de excluirla del sistema, con una antelación de al menos doce meses, cuando la legislación nacional permita la exclusión de un miembro y con el acuerdo explícito de las autoridades competentes. La cobertura prevista en el párrafo segundo del apartado 2 del artículo 2 continuará aplicándose a las operaciones de inversión efectuadas durante este período. Si, transcurrido el plazo de notificación, la empresa de inversión no hubiere cumplido sus obligaciones, el sistema de indemnización podrá proceder a su exclusión, siempre con el acuerdo explícito de las autoridades competentes.

3. Cuando lo permita el Derecho nacional, y con el acuerdo explícito de las autoridades competentes que hayan expedido la autorización, una empresa de inversión excluida de un sistema de indemnización de los inversores podrá seguir prestando servicios de inversión si ha tomado, antes de su exclusión, medidas de indemnización alternativas que garanticen a los inversores una cobertura al menos equivalente a la ofrecida por el sistema reconocido oficialmente y que tengan unas características equivalentes a las de dicho sistema.

4. Cuando una empresa de inversión cuya exclusión se proponga con arreglo al apartado 2 no esté en condiciones de tomar medidas alternativas para cumplir las condiciones estipuladas en el apartado 3, las autoridades competentes que hayan expedido su autorización la revocarán en el acto.

Artículo 6

La cobertura prevista en el párrafo segundo del apartado 2 del artículo 2 seguirá aplicándose, después de la supresión de la autorización de la empresa de inversión, para las operaciones de inversión efectuadas hasta el momento de dicha supresión.

Artículo 7

1. Los sistemas de indemnización de los inversores establecidos y reconocidos oficialmente en un Estado miembro de conformidad con el apartado 1 del artículo 2 darán cobertura también a los inversores en las sucursales creadas por empresas de inversión en otros Estados miembros.

Hasta el 31 de diciembre de 1999, ni el nivel, ni la extensión, incluido el porcentaje, de la cobertura prevista podrán ser superiores al nivel y a la extensión máximos de la cobertura propuesta por el sistema de indemnización correspondiente del Estado miembro de acogida en el territorio de este último. Antes de dicha fecha la Comisión elaborará un informe basado en la experiencia adquirida en la aplicación del presente párrafo y del apartado 1 del artículo 4 de la Directiva 94/19/CE citada y estudiará la necesidad de mantener dichas disposiciones. En su caso, la Comisión presentará una propuesta de Directiva al Parlamento Europeo y al Consejo encaminada a prolongar la validez de las mismas.

Cuando el nivel o el alcance, incluido el porcentaje, de la cobertura ofrecida por el sistema de indemnización de los inversores del Estado miembro de acogida sean superiores al nivel o al alcance de la cobertura prevista en el Estado miembro en el que se esté autorizada la empresa de inversión, el Estado miembro de acogida velará por que en su territorio exista un sistema de indemnización de los inversores

(1) DO n.º L 166 de 28. 6. 1991, p. 77.

reconocido oficialmente al que pueda acogerse voluntariamente una sucursal, con el fin de completar la cobertura de que ya disfruten sus inversores en virtud de su pertenencia al sistema del Estado miembro de origen.

El sistema al que se acoja la sucursal deberá amparar la categoría de entidad a la que aquélla pertenezca o a la que más se parezca en el Estado miembro de acogida.

Los Estados miembros velarán por que en cualquier sistema de indemnización de los inversores se establezcan condiciones objetivas y de aplicación general para el ingreso de estas sucursales. La admisión estará supeditada al cumplimiento de las obligaciones relativas al ingreso en el sistema, en particular el pago de todas las contribuciones y demás cánones. Los Estados miembros, al aplicar lo dispuesto en el presente apartado, seguirán las orientaciones que figuran en el Anexo II.

2. Cuando una de las sucursales acogidas al ingreso facultativo previsto en el apartado 1 no cumplan las obligaciones que le corresponden como miembro de un sistema de indemnización de los inversores, deberá informarse de ello a las autoridades competentes que hayan expedido la autorización, las cuales, en colaboración con el sistema de indemnización, tomarán todas las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de dichas obligaciones.

Cuando con dichas medidas no se consiga garantizar el cumplimiento de las obligaciones contempladas en el presente artículo por las sucursales, transcurrido un plazo de notificación oportuno no inferior a doce meses, el sistema de indemnización podrá excluir a la sucursal con el consentimiento de las autoridades competentes que hayan expedido la autorización. El sistema de indemnización en el que la sucursal haya ingresado voluntariamente seguirá dando cobertura a las operaciones de inversión efectuadas antes de la fecha de exclusión después de dicha fecha. Se informará a los inversores de la supresión de la cobertura complementaria y de la fecha en que surtirá efecto.

Artículo 8

1. La cobertura a que se refieren los apartados 1, 3 y 4 del artículo 4 se aplicará al importe total del crédito del inversor en una misma empresa de inversión con arreglo a la presente Directiva independientemente del número de cuentas, de la moneda utilizada y de su localización dentro de la Comunidad.

No obstante, los Estados miembros podrán prever que los fondos en monedas distintas de las de los Estados miembros y del ecu estén excluidos de la cobertura o tengan una cobertura más débil. Esta facultad no se aplicará a los instrumentos.

2. En las operaciones de inversión conjunta deberá tenerse en cuenta, para calcular la cobertura contemplada en los apartados 1, 3 y 4 del artículo 4, la participación de cada inversor.

A falta de disposiciones específicas, los créditos se dividirán por partes iguales entre los inversores.

Los Estados miembros podrán disponer que los créditos relativos a una operación de inversión conjunta sobre la que tengan derecho dos o más personas como socios o miembros de una sociedad, de una asociación o cualquier agrupación de índole similar sin personalidad jurídica puedan acumularse y tratarse, a efectos del cálculo de los límites estipulados en los apartados 1, 3 y 4 del artículo 4, como si resultaran de una inversión efectuada por un inversor único.

3. Cuando el inversor no sea el beneficiario legal de las cantidades o valores depositados, la indemnización se hará en favor del beneficiario legal, siempre que esta persona haya sido identificada o sea identificable antes de la fecha de la comprobación o de la resolución contempladas en el apartado 2 del artículo 2.

Cuando haya varios beneficiarios legales, al calcularse los límites que establecen los apartados 1, 3 y 4 del artículo 4 se tendrá en cuenta la participación de cada uno de ellos de conformidad con las disposiciones por las que se regule la gestión de los fondos o de los valores.

La presente disposición no será aplicable a los organismos de inversión colectiva.

Artículo 9

1. El sistema de indemnización adoptará las medidas adecuadas para informar a los inversores de la comprobación o de la resolución mencionadas en el apartado 2 del artículo 2 y, en caso de que haya que indemnizar, para indemnizarles con la mayor brevedad. Podrá fijar un plazo durante el cual los inversores estarán obligados a presentar sus reclamaciones. Este plazo no podrá ser inferior a cinco meses a partir de la fecha de la comprobación o de la resolución mencionadas o de la fecha en que se haya hecho pública la comprobación o la resolución.

No obstante, el sistema no podrá invocar la expiración de dicho plazo para denegar el beneficio de la cobertura a un inversor que se haya visto en la imposibilidad de ejercitar sus derechos a una indemnización en el plazo señalado.

2. El sistema deberá estar en condiciones de abonar los créditos de los inversores lo más pronto posible y, a más tardar, tres meses después de haberse establecido la idoneidad y el importe del crédito.

En circunstancias absolutamente excepcionales y para casos particulares, el sistema de indemnización podrá solicitar a las autoridades competentes una prórroga del plazo. Dicha prórroga no podrá ser superior a tres meses.

3. No obstante el plazo estipulado en el apartado 2, cuando un inversor o cualquier persona que tenga derechos o un interés en una operación de inversión haya sido acusado de un delito relacionado con el blanqueo de capitales, tal como se define en el artículo 1 de la Directiva 91/308/CEE, el sistema

de indemnización podrá suspender todos los pagos hasta tanto los tribunales dicten sentencia.

Artículo 10

1. Los Estados miembros velarán por que las empresas de inversión tomen las medidas adecuadas para poner a disposición de sus inversores reales y potenciales la información necesaria para identificar el sistema de indemnización de los inversores en el que hayan ingresado la empresa de inversión y sus sucursales dentro de la Comunidad o, en su caso, otro mecanismo establecido en virtud del párrafo segundo del apartado 1 del artículo 2 o del apartado 3 del artículo 5. Se informará a los inversores sobre las disposiciones del sistema de indemnización de los inversores o de cualquier otro mecanismo aplicable, en particular del importe de la extensión ofrecida por el sistema de indemnización, así como de las normas establecidas, en su caso, por los Estados miembros, de conformidad con el apartado 3 del artículo 2. Esta información deberá presentarse en una forma fácilmente comprensible.

Además, previa simple solicitud, se informará sobre las condiciones de la indemnización y los trámites que deben cumplirse con el fin de obtener indemnización.

2. La información a que se refiere el apartado 1 deberá facilitarse en la forma que estipule el Derecho nacional y en la lengua o lenguas oficiales del Estado miembro en el que esté establecida la sucursal.

3. Los Estados miembros establecerán normas para limitar el uso con fines publicitarios de las informaciones contempladas en el apartado 1, con objeto de evitar que tal uso perjudique a la estabilidad del sistema financiero o a la confianza de los inversores. Los Estados miembros podrán, en particular, restringir dicha publicidad a una simple mención del sistema en el que haya ingresado la empresa.

Artículo 11

1. Los Estados miembros comprobarán si las sucursales establecidas por empresas de inversión cuyo domicilio social se encuentre fuera de la Comunidad gozan de una cobertura equivalente a la estipulada en la presente Directiva. Salvo lo dispuesto en el artículo 5 de la Directiva 93/22/CEE, los Estados miembros podrán disponer que, cuando ese no sea el caso, las sucursales establecidas por empresas de inversión cuyo domicilio social se encuentre fuera de la Comunidad deban ingresar en un sistema de indemnización de los inversores existentes en su territorio.

2. Los inversores reales y potenciales de sucursales establecidas por empresas de inversión cuyo domicilio social se encuentre fuera de la Comunidad recibirán de la empresa de inversión toda la información pertinente sobre las indemnizaciones aplicables a sus inversiones.

3. La información a que se refiere el apartado 2 deberá facilitarse en la forma que estipule el Derecho nacional y en la lengua o lenguas oficiales del Estado miembro en el que esté establecida la sucursal, y estará redactada de manera clara y comprensible.

Artículo 12

Sin perjuicio de cualesquiera otros derechos que puedan tener en virtud del Derecho nacional, los sistemas que efectúen pagos con arreglo al sistema de indemnización de los inversores tendrán derecho a subrogarse en los derechos de los inversores en los procedimientos de liquidación, hasta un importe equivalente al de los pagos que hayan realizado.

Artículo 13

Los Estados miembros velarán por que los inversores puedan hacer valer sus derechos a una indemnización mediante una acción legal contra el sistema de indemnización.

Artículo 14

A más tardar el 31 de diciembre de 1999, la Comisión presentará al Parlamento Europeo y al Consejo un informe sobre la aplicación de la presente Directiva, acompañado, en su caso, de propuestas para su revisión.

Artículo 15

1. Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva a más tardar el 26 de septiembre de 1998. Informarán de ello inmediatamente a la Comisión.

Cuando los Estados miembros adopten dichas disposiciones, éstas harán referencia a la presente Directiva o irán acompañadas de dicha referencia en su publicación oficial. Los Estados miembros establecerán las modalidades de la mencionada referencia.

2. Los Estados miembros comunicarán a la Comisión el texto de las principales disposiciones legales, reglamentarias o administrativas que adopten en el ámbito regulado por la presente Directiva.

Artículo 16

El artículo 12 de la Directiva 93/22/CEE quedará derogado en la fecha contemplada en el apartado 1 del artículo 15.

Artículo 17

La presente Directiva entrará en vigor el día de su publicación en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*.

Artículo 18

Los destinatarios de la presente Directiva serán los Estados miembros.

ANEXO I

Lista de exclusiones a que se refiere el apartado 2 del artículo 4

1. Inversores profesionales e institucionales, en particular:

— Empresas de inversión, con arreglo al apartado 2 del artículo 1 de la Directiva 93/22/CEE.

— Entidades de crédito, con arreglo al primer guión del artículo 1 de la Directiva 77/780/CEE.

— Instituciones financieras, con arreglo al apartado 6 del artículo 1 de la Directiva 89/646/CEE.

— Compañías de seguros.

— Organismos de inversión colectiva.

— Fondos de pensiones o de jubilación.

Otros inversores profesionales e institucionales.

2. Instituciones supranacionales, Estado y administraciones centrales.

3. Administraciones provinciales, regionales, locales o municipales.

4. Los directivos y administrativos de la empresa de inversión y los socios con responsabilidad personal en la misma, los titulares del 5% como mínimo de su capital, las personas encargadas de la inspección legal de los documentos contables que controlan las cuentas de la empresa de inversión y los inversores con categoría similar en otras empresas de mismo grupo.

5. Parientes próximos y terceros que actúen por cuenta de los inversores contemplados en el punto 4.

6. Otras empresas del mismo grupo.

7. Inversores que sean responsables o que se hayan beneficiado de determinados hechos relacionados con la empresa de inversión y que hayan provocado sus dificultades financieras o contribuido a agravar su situación financiera.

8. Empresas que por su gran tamaño no cumplan los criterios para poder presentar un balance simplificado, de conformidad con el artículo 11 de la cuarta Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado y relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad (1).

ANEXO II

Orientaciones (contempladas en el párrafo quinto del apartado 1 del artículo 7)

Cuando una sucursal solicite ingresar en un sistema de un Estado miembro de acogida para acogerse a una cobertura complementaria, el sistema del Estado miembro de acogida determinará bilateralmente con el sistema del Estado miembro de origen las normas y procedimientos adecuados para el pago de la indemnización a los inversores de dicha sucursal. Tanto para el establecimiento de dichos procedimientos como para la fijación de las condiciones de ingreso de dichas sucursales (como se indica en el apartado 1 del artículo 7), se aplicarán los siguientes principios:

a) El sistema del Estado miembro de acogida conservará pleno derecho para imponer sus normas objetivas y de aplicación general a las empresas de inversión participantes; dispondrá de la facultad de recabar la información pertinente y tendrá derecho a verificar dicha información con las autoridades competentes del Estado miembro de origen.

b) El sistema del Estado miembro de acogida responderá a las solicitudes de indemnización complementaria tras haber obtenido información de las autoridades competentes del Estado miembro de origen de la resolución o comprobación a que se refiere el apartado 2 del artículo 2. El sistema del Estado miembro de acogida conservará el pleno derecho de verificar los derechos de un inversor con arreglo a sus propias normas y procedimientos antes de abonar la indemnización complementaria.

c) Los sistemas del Estado miembro de acogida y del Estado miembro de origen cooperarán sin reservas para garantizar que los inversores reciban rápidamente una indemnización y en la cuantía correcta. En particular, se pondrán de acuerdo sobre si la existencia de un derecho que pueda dar lugar a una compensación con arreglo a uno de los sistemas afecta a la indemnización abonada al inversor por cada sistema.

d) El sistema del Estado miembro de acogida podrá reclamar un canon a las sucursales para la cobertura suplementaria con una base adecuada teniendo en cuenta la garantía financiada por el sistema del Estado miembro de origen. Para facilitar la recaudación del canon, el sistema del Estado miembro de acogida podrá basarse en la hipótesis de que su compromiso se limitará en todos los casos a la diferencia entre la cobertura que ofrece y la que ofrece el Estado miembro de origen, con independencia de que el Estado miembro de origen abone efectivamente una indemnización con arreglo a los derechos de los inversores en el territorio del Estado miembro de acogida.

(1) DO n.º L 222 de 14. 8. 1978, p. 11. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 94/8/CE (DO n.º L 82 de 25. 3. 1994, p. 33).

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Reformada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre; Ley 44/2002, de 22 de noviembre; Ley 53/2002, de 30 de diciembre

TÍTULO VI

Fondo de Garantía de Inversiones (1)

Artículo 77 (2)

1. Se creará un Fondo de Garantía de Inversiones para asegurar la cobertura a que se refiere el apartado 7 de este artículo con ocasión de la realización de los servicios previstos en el artículo 63, así como de la actividad complementaria de depósito y administración de instrumentos financieros (3).

2. El Fondo de Garantía de Inversiones se constituirá como patrimonio separado, sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión se encomendará a una sociedad gestora que tendrá la forma de sociedad anónima, y cuyo capital se distribuirá entre las empresas de servicios de inversión adheridas en la misma proporción en que se efectúen sus aportaciones al Fondo (3).

3. Los presupuestos de las sociedades gestoras, sus estatutos sociales, así como sus modificaciones, requerirán la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A igual aprobación se someterá el presupuesto estimativo de los fondos que elaborarán las sociedades gestoras.

Será de aplicación a la incorporación o cese de los accionistas y a la adaptación de sus participaciones a las variaciones en el capital que se produzcan, el procedimiento previsto en los párrafos tercero, cuarto, quinto y sexto del artículo 48 de esta Ley, con las adaptaciones que resulten precisas. El resultado de este proceso de adaptación será comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

4. El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director o Directores generales de las sociedades gestoras exigirá la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se integrará en el Consejo de Administración un representante de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con voz y sin voto, quien velará por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad de cada fondo. Asimismo y con las mismas funciones, cada Comunidad Autónoma con competencias en la materia en que exista mercado secundario oficial designará un representante en dicho Consejo de Administración.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá suspender todo acuerdo del Consejo de Administración que se considere contrario a dichas normas y a los fines propios del fondo.

5. Deberán adherirse a los fondos de garantía de inversiones todas las empresas de servicios de inversión españolas. Las sucursales de empresas extranjeras podrán adherirse si son de la Unión Europea. El régimen de adhesión de las sucursales de empresas de un Estado tercero se ajustará a los términos que se establezcan reglamentariamente.

Los fondos cubrirán las operaciones que realicen las empresas adheridas a los mismos dentro o fuera del territorio de la Unión Europea, según corresponda a cada tipo de empresa, en los términos que reglamentariamente se establezcan.

Asimismo, se establecerá reglamentariamente:

a) (4).

b) (4).

c) El régimen específico de adhesión de las empresas de servicios de inversión de nueva creación.

d) Las excepciones de adhesión al fondo de aquellas empresas de servicios de inversión que no incurran en los riesgos mencionados en el número 1 de este artículo.

6. Una empresa de servicios de inversión sólo podrá ser excluida del fondo al que pertenezca cuando incumpla sus obligaciones con el mismo. La exclusión implicará la revocación de la autorización concedida a la empresa. La garantía alcanzará a los clientes que hubiesen efectuado sus inversiones hasta ese momento.

(1) Redactada según la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, la denominación de este Título. Ver RD 948/2001, de 3 de agosto, modificado por Ley 53/2002, de 30 de diciembre.
(2) Redactado según la Ley 37/1998, de 16 de noviembre. Vease Ley 37/1998, de 16 de noviembre, disposición final primera.
(3) Redactado según la Ley 53/2002, de 30 de diciembre.

(4) Derogado por Ley 53/2002, de 30 de diciembre.

Será competente para acordar la exclusión la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe de la sociedad gestora del fondo. Antes de adoptar esta decisión, deberán acordarse las medidas necesarias, incluida la exigencia de recargos sobre las cuotas no abonadas, para que la empresa de servicios de inversión cumpla sus obligaciones. También podrá acordarse por la Comisión Nacional del Mercado de Valores la suspensión prevista en el artículo 75. La sociedad gestora del fondo colaborará con la Comisión Nacional del Mercado de Valores para conseguir la mayor efectividad de las medidas acordadas.

Del acuerdo de exclusión se dará la difusión adecuada que garantice que los clientes de la empresa de servicios de inversión afectada tengan conocimiento inmediato de la medida adoptada.

7. Los inversores que no puedan obtener directamente de una entidad adherida a un fondo el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos que les pertenezcan podrán solicitar a la sociedad gestora del mismo la ejecución de la garantía que presta el fondo, cuando se produzca cualquiera de las siguientes circunstancias:

a) Que la entidad haya sido declarada en estado de quiebra.

b) Que se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad.

c) Que la Comisión Nacional del Mercado de Valores declare que la empresa de servicios de inversión no puede, aparentemente y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores, siempre que los inversores hubieran solicitado a la empresa de servicios de inversión la devolución de fondos o valores que le hubieran confiado y no hubieran obtenido satisfacción por parte de la misma en un plazo máximo de veintiún días hábiles.

Una vez hecha efectiva la garantía por el fondo, éste se subrogará en los derechos que los inversores ostenten frente a la empresa de servicios de inversión, hasta un importe igual a la cantidad que les hubiese sido abonada como indemnización.

En el supuesto de que los valores u otros instrumentos financieros confiados a la empresa de servicios de inversión fuesen restituidos por aquélla con posterioridad al pago del importe garantizado por el fondo, éste podrá resarcirse del importe satisfecho, total o parcialmente, si el valor de los que haya que restituir fuese mayor que la diferencia entre el de los que fueron confiados a la empresa de servicios de inversión y el importe pagado al inversor. A tal fin, está facultado a enajenarlos en la cuantía que resulte procedente, conforme a las prescripciones que se establezcan reglamentariamente.

8. El Gobierno queda facultado para regular, en todo lo no previsto en esta Ley, el régimen de funcionamiento de los fondos de garantía de inversiones y el alcance de la garantía que vayan a proporcionar. En especial podrá determinar:

a) El importe de la garantía y la forma y plazo en que se hará efectiva la misma.

b) Los inversores excluidos de la garantía, entre los que figurarán los de carácter profesional o institucional y los especialmente vinculados a la empresa incumplidora.

c) El régimen presupuestario y financiero, tanto de las sociedades gestoras, como de los fondos de garantía de inversiones, que regulará, entre otras cuestiones, sus posibilidades de endeudamiento y la forma en que las primeras pueden repercutir sus gastos de funcionamiento en los segundos.

d) El régimen de inversión de los recursos que integren el patrimonio de los fondos, que se inspirará en los principios de rentabilidad y liquidez para cumplir con rapidez sus compromisos.

e) Las reglas para determinar el importe de las aportaciones que deban hacer las entidades adheridas, que deberán ser suficientes para la cobertura de la garantía proporcionada (1).

f) La periodicidad con que se deberán hacer las aportaciones y el régimen de morosidad (1).

---

(1) Redactado según la Ley 53/2002, de 30 de diciembre.

Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores (Reformado por Ley 53/2002, de 30 de diciembre)

El artículo 77 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en la redacción dada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la mencionada Ley, regula la nueva figura del Fondo de Garantía de Inversiones, incorporando al ordenamiento jurídico español la Directiva 97/9/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

Al mismo tiempo, la Ley 37/1998, en su disposición adicional decimotercera, introduce las modificaciones pertinentes en el Real Decreto-ley 18/1982, de 24 septiembre, relativo a los Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito, con el fin de que tales fondos puedan también prestar la garantía a los inversores en relación con los servicios de inversión que reciban de las entidades de crédito, ya que éstas pueden realizar tal actividad desde el inicio del año 2000.

El objeto del presente Real Decreto es desarrollar reglamentariamente los mencionados preceptos, al amparo de la habilitación legal que en ellos mismos se contiene.

En el marco de las previsiones legales, se ha optado por crear un Fondo de Garantía de Inversiones de carácter obligatorio y prever la posibilidad de que las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores creen otro fondo de carácter voluntario.

Ante la variedad de fondos previstos, se ha adoptado la terminología genérica de sistemas de indemnización de los inversores, cuya común finalidad es ofrecer a los inversores una cobertura cuando no puedan obtener de una empresa de inversión o de una entidad de crédito el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan y que aquéllas tuvieran en depósito con motivo de la realización de servicios de inversión.

En el capítulo I se regulan los Fondos de Garantía de Inversiones, que se constituirán como patrimonios separados, sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión se encomendará a una sociedad gestora.

Se determinan los tipos de empresas de servicios de inversión que han de adherirse a cada fondo, que no incluyen a las Sociedades Gestoras de Carteras, atendiendo a las limitaciones operativas a las que están sujetas. También se establecen las condiciones para la adhesión de sucursales de empresas de inversión extranjeras, según pertenezcan o no al ámbito de la Unión Europea.

La cobertura de los fondos se extiende al dinero y a los valores que los clientes hubieran confiado a las empresas para realizar servicios de inversión, pero no alcanzará a las pérdidas de valor de la inversión o a cualquier riesgo de crédito.

El desencadenante para poder exigir la cobertura es que la empresa de servicios de inversión sea declarada insolvente, ya sea por vía judicial, en los supuestos de suspensión de pagos y de quiebra, o por vía administrativa, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Como el objetivo de los fondos es, principalmente, el de proteger al inversor no profesional, se excluyen de la cobertura el dinero o los valores que procedan de inversores que se consideran profesionalmente cualificados, como lo son todo tipo de entidades financieras. También se determinan el importe garantizado y el límite cuantitativo de la indemnización, que, de conformidad con la normativa comunitaria, se fija en 20.000 euros.

Cabe destacar que los fondos se nutrirán, exclusivamente, con aportaciones de las entidades adheridas, que se fijarán en función del número de clientes y de los capitales depositados o registrados, aunque se les permite la posibilidad de concertar préstamos.

Se establece también el régimen de las Sociedades Gestoras de los Fondos de Garantía de Inversiones, las cuales se constituirán como sociedades anónimas, cuyo capital será suscrito por las entidades adheridas a cada fondo, con arreglo a los mismos criterios a los que se ajustan las aportaciones a dicho fondo.

La supervisión de estas sociedades gestoras se encomienda a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El capítulo II contiene la regulación de la cobertura por servicios de inversión que han de prestar las entidades de crédito.

Para ello, se introducen modificaciones en el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito, con el mismo contenido de los preceptos del capítulo I, salvo las diferencias que se derivan de la propia estructura de cada tipo de fondos y de su específica regulación.

Este Real Decreto ha sido sometido a informe del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En su virtud, a propuesta del Vicepresidente Segundo del Gobierno para Asuntos Económicos y Ministro de Economía, de acuerdo con el Consejo de Estado y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 3 de agosto de 2001,

DISPONGO:

Artículo 1. Objeto

1. El presente Real Decreto tiene por objeto regular los sistemas de indemnización de los inversores, tanto de empresas de servicios de inversión como de entidades de crédito, en virtud de lo establecido en el artículo 77 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, Ley del Mercado de Valores) y en los artículos 2ter, 3 y 5 del Real Decreto-ley 18/1982, de 24 de septiembre, relativo a los Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito, según la redacción de los mencionados preceptos contemplada en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores.

2. En los términos y con los límites establecidos en el presente Real Decreto, estos sistemas de indemnización tendrán como finalidad ofrecer a los inversores una cobertura cuando no puedan obtener de una empresa de servicios de inversión o de una entidad de crédito:

— el reembolso de las cantidades de dinero que les correspondan y que aquéllas tuvieran en depósito con motivo de la realización de servicios de inversión o

— la restitución de los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan y que aquéllas posean, administren o gestionen por cuenta del inversor con motivo de la realización de servicios de inversión o de la actividad complementaria de depósito y administración de valores o instrumentos financieros (1).

3. Para dar cumplimiento a las previsiones de los apartados anteriores, se establecen dos sistemas de indemnización de los inversores:

a) Uno que se instrumenta, mediante uno o dos Fondos de Garantía de Inversiones, de nueva creación, para las sociedades y agencias de valores, así como para las sucursales en España de empresas de servicios de inversión extranjeras.

b) Otro que se instrumenta mediante los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito ya existentes.

(1) Redactado según la Ley 53/2002, de 30 de diciembre.

CAPÍTULO I

Los Fondos de Garantía de Inversiones

SECCIÓN 1.ª RÉGIMEN

Artículo 2. Creación de los fondos, número, naturaleza jurídica y gestión

1. Las sociedades y agencias de valores crearán y se adherirán obligatoriamente a un Fondo de Garantía de Inversiones en los términos previstos en este Real Decreto. Este fondo agrupará también a las sucursales de empresas de servicios de inversión, autorizadas o no en otros Estados Miembros de la Unión Europea, que decidan o deban adherirse a un Fondo de Garantía de Inversiones español.

2. Una vez creado el fondo previsto en el apartado anterior, las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores, cuando así lo acuerden y se adhiera un número suficiente de entre ellas, podrán crear un segundo Fondo de Garantía de Inversiones que las agrupe. De crearse este segundo fondo, las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores podrán optar por uno u otro.

3. Las sociedades y agencias de valores adheridas, en su caso, a cada uno de los Fondos de Garantía de Inversiones previstos en los dos apartados anteriores están obligadas a cumplir con el régimen económico regulado en el artículo 8 de este Real Decreto, de forma que el Fondo de Garantía correspondiente pueda cumplir con las obligaciones frente a los inversores impuestas en esta norma.

4. Cada fondo se constituirá como un patrimonio separado, sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión se encomendará a una Sociedad Gestora, en los términos previstos en el presente Real Decreto.

Artículo 3. Entidades adheridas

1. Serán entidades adheridas al Fondo de Garantía de Inversiones las empresas de servicios de inversión contempladas en el artículo 64.1 de la Ley del Mercado de Valores, con excepción de las que gestionen sistemas organizados de negociación (2).

2. Podrán optar, si lo deciden, a ser entidades adheridas al Fondo de Garantía de Inversiones para no miembros de las Bolsas de Valores las sucursales de empresas de servicios de inversión autorizadas por otro Estado de la Unión Europea que no limiten su actividad a la gestión discrecional e individualizada de carteras, con el fin de completar la cobertura ofrecida por el sistema de dicho Estado.

(2) Redactado según la Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.

En este caso, la sociedad gestora del fondo y los responsables del sistema de garantía del Estado de origen de la sucursal acordarán, cuando fuera necesario, los términos de colaboración entre ambos, para asegurar al inversor la misma cobertura que ofrece el fondo, de conformidad con el criterio de que el fondo cubrirá, en todo caso, la diferencia que hubiera quedado sin cubrir por el sistema del Estado de origen hasta el límite garantizado por el fondo. La sociedad gestora del fondo informará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) de los acuerdos alcanzados.

3. Las sucursales de empresas de servicios de inversión con sede social en un Estado no perteneciente a la Unión Europea, autorizadas para operar en España, deberán acreditar su pertenencia a un fondo similar en su país de origen que proporcione una protección análoga a la ofrecida por el fondo regulado por este Real Decreto. De lo contrario, estarán obligadas a estar adheridas al Fondo de Garantía. En este supuesto, se establecerán acuerdos de colaboración en los mismos términos previstos en el apartado 2 anterior.

Artículo 4. Ámbito territorial y cobertura garantizada

1. La cobertura contemplada en el presente Real Decreto será de aplicación a las actividades que a continuación se relacionan, realizadas por las empresas de servicios de inversión adheridas a alguno de los fondos previstos en esta norma:

a) Los servicios previstos en el apartado 1 del artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores, prestados en la Unión Europea por la empresa de servicios de inversión cuando den lugar a que ésta tenga en depósito dinero o valores e instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes.

b) La actividad complementaria prevista en el párrafo a) del apartado 2 del mencionado artículo 63, cuando el depósito y registro de los valores o instrumentos pertenecientes a los clientes sea prestado por la empresa de servicios de inversión en territorio de la Unión Europea.

c) Los servicios y actividades complementarias mencionados en los párrafos a) y b) anteriores realizados fuera del territorio de la UE, con excepción de los realizados en territorios definidos como paraísos fiscales por la legislación vigente o en un país o territorio que carezca de órgano supervisor de los mercados de valores, o cuando, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la CNMV.

Los países o territorios que se encuentran en este último supuesto serán especificados por el Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV.

No gozarán de garantía los valores e instrumentos financieros confiados a sucursales de entidades españolas localizadas en países no comunitarios que dispongan de sistemas nacionales de indemnización de los inversores equivalentes a los españoles.

Dentro de los valores garantizados se incluirán, en todo caso, los que hayan sido objeto de cesión temporal y sigan anotados o registrados en la entidad cedente.

2. El fondo cubrirá la no restitución por parte de sus entidades adheridas, como consecuencia de una situación de insolvencia de las previstas en el artículo 5, del dinero o de los valores o instrumentos financieros vinculados a las actividades mencionadas en el apartado precedente, que pertenezcan a sus clientes.

3. La cobertura del fondo no alcanzará a las pérdidas del valor de la inversión o cualquier riesgo de crédito.

4. Quedan excluidos de la garantía del fondo el dinero y los valores e instrumentos confiados por los siguientes inversores:

a) Las empresas de servicios de inversión.

b) Los constituidos por empresas pertenecientes al mismo grupo económico que la empresa de servicios de inversión.

c) Las entidades de crédito.

d) Las entidades aseguradoras.

e) Las instituciones de inversión colectiva y sus correspondientes sociedades gestoras.

f) Los fondos de pensiones y sus correspondientes sociedades gestoras.

g) Las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

h) Las entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores.

i) Las Administraciones públicas.

j) Los directivos y administradores de la empresa de servicios de inversión, sus apoderados, los socios poseedores de al menos el 5 por 100 del capital social y el auditor responsable de los informes de auditoría, así como aquellos inversores que tengan estas mismas características en las sociedades pertenecientes al grupo de la empresa de servicios de inversión y los cónyuges y familiares en primer grado de unos y otros.

k) Aquellos inversores no contemplados en las letras anteriores, que sean responsables directa o indirectamente de la situación de deterioro patrimonial de la entidad adherida o sean beneficiarios directos de actos de la empresa de servicios de inversión que hayan provocado dicho deterioro o contribuido a agravar el mismo. Estas circunstancias deberán ser declaradas expresamente por la CNMV cuando se trate de lo prevenido en el apartado 1.b) del artículo 5 del presente Real Decreto y por la autoridad judicial competente en los restantes casos.

l) Los inversores o cualquier otra persona con derecho o interés sobre el dinero, valores o instrumentos financieros

objeto de cobertura que hubieran confiado fondos o valores a la empresa de servicios de inversión con quebrantamiento, por su parte o por parte de la empresa de servicios de inversión, de lo establecido en la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales o que tengan relación con una actuación delictiva que contravenga el ordenamiento jurídico vigente.

m) Aquellas personas que actúen por cuenta de cualesquiera de los inversores excluidos en virtud de este apartado o en concierto con los mencionados en los párrafos k) y l).

5. En los supuestos contemplados en los párrafos k), l) y m), la sociedad gestora podrá suspender el pago de los importes garantizados a los inversores, hasta que se produzca una resolución definitiva por parte de la autoridad competente, judicial o administrativa, en atención a cada supuesto.

Artículo 5. Declaración de incumplimiento y derechos de los inversores

1. Los inversores que no puedan obtener directamente de una entidad adherida al fondo el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos que les pertenezcan podrán solicitar a la sociedad gestora del mismo la ejecución de la garantía que presta el fondo, cuando se produzca cualquiera de las siguientes circunstancias:

a) Que la empresa de servicios de inversión haya sido declarada en estado de quiebra, o se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad, y esas situaciones conlleven la suspensión de la restitución del dinero o de los valores o instrumentos financieros; no obstante, no procederá el pago de esos importes si, dentro del plazo previsto para iniciar su desembolso, se levantase la suspensión mencionada.

b) Que la CNMV declare que la empresa de servicios de inversión no puede, a la vista de los hechos de los que ha tenido conocimiento la propia Comisión y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores. Para que la CNMV pueda realizar esta declaración será necesario que se produzcan las siguientes circunstancias:

1.ª Que el inversor hubiera solicitado a la entidad adherida la devolución de los fondos o valores que le hubiera confiado y no hubiera obtenido satisfacción en un plazo máximo de veintiún días hábiles por parte de aquélla.

2.ª Que la entidad adherida no se encuentre en una de las situaciones previstas en el párrafo a) de este artículo.

3.ª Que se dé previa audiencia a la entidad adherida, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

Cuando la afectada fuese una sucursal de una empresa de inversión con sede social en otro Estado de la Unión Europea, la declaración de incumplimiento se adoptará con la colaboración de la autoridad competente de dicho Estado.

2. Una vez producida alguna de las declaraciones a que se refiere el apartado anterior, los inversores tendrán derecho a reclamar del fondo, con el límite cuantitativo establecido en el artículo 6, el reembolso de los recursos dinerarios y la devolución del valor dinerario de todo valor o instrumento financiero que tengan depositado o registrado en la empresa de servicios de inversión, cuando estos activos estén vinculados a servicios o actividades de los comprendidos en el ámbito definido en el artículo 4 de este Real Decreto.

Artículo 6. Importe garantizado y límite cuantitativo de la indemnización

1. Los fondos garantizarán que todo inversor perciba el valor monetario de su posición acreedora global frente a dicha empresa, con el límite cuantitativo de 20.000 euros.

La expresada cantidad podrá ser actualizada por el Ministro de Economía previo informe de la CNMV, de conformidad con la normativa vigente de la Unión Europea.

2. La determinación de la posición del inversor se hará contabilizando todas las cuentas o posiciones abiertas a su nombre en una empresa de servicios de inversión, teniendo en cuenta el signo de sus saldos, cualesquiera que fuesen las monedas de denominación, hasta establecer su posición acreedora global frente a dicha empresa.

El cálculo de esta posición se realizará tomando la cuantía de los recursos dinerarios y el valor de mercado de los valores o instrumentos que le pertenezcan a la fecha de las declaraciones previstas en el artículo 5.1. En el caso de que los valores o instrumentos financieros no se negocien en un mercado secundario español o extranjero, para determinar esa posición, una vez que se haya producido una declaración de incumplimiento de las previstas en el anterior artículo 5 y únicamente para este proceso, su valor se calculará atendiendo a los siguientes criterios:

a) Valores de renta variable: valor teórico calculado sobre el último balance auditado a la entidad emisora; en el caso de que no exista balance auditado, o éste contenga salvedades con ajustes que puedan determinar un valor teórico menor del que resulte de las cuentas, el valor de mercado se determinará pericialmente.

b) Valores de renta fija: valor nominal más el cupón corrido cuando el tipo de interés sea explícito, o valor de reembolso actualizado al tipo implícito de emisión cuando se trate de valores tipo cupón cero o emitidos al descuento.

c) Instrumentos financieros: valor estimado de mercado calculado con arreglo a los procedimientos de valoración generalmente aceptados respecto al instrumento de que se trate.

d) En los casos de valores o instrumentos emitidos por empresas que se encuentren en suspensión de pagos o quiebra, el valor a restituir se determinará pericialmente, pudiendo posponer su determinación hasta la conclusión del procedimiento concursal correspondiente.

3. El importe garantizado se aplicará por inversor, sea persona natural o jurídica, y cualesquiera que sean el número y clase de cuentas de dinero, valores o instrumentos financieros, en que figure como titular en la misma empresa de servicios de inversión.

4. Cuando una cuenta tenga más de un titular, su importe se dividirá entre los titulares, de acuerdo con lo previsto en el correspondiente contrato de prestación de servicios, depósito o registro celebrado con la empresa de servicios de inversión y, en su defecto, a partes iguales.

5. Cuando los titulares de una cuenta actúen como representantes o agentes de terceros, siempre que esta condición existiera en el momento de su apertura y formalización con las empresas de servicios de inversión y ésta hubiera tenido lugar antes de producirse alguna de las circunstancias descritas en el artículo 5, la cobertura del fondo se aplicará a los beneficiarios de aquélla, ya sea de efectivo, valores o instrumentos financieros, en la parte que les corresponda.

Artículo 7. Subrogación del fondo

Por el mero hecho del pago de las cantidades garantizadas, el fondo se subrogará en los derechos que los inversores ostenten frente a la empresa de servicios de inversión, hasta un importe igual a la cantidad que les hubiese sido abonada como indemnización, siendo suficiente título el documento en que conste el pago.

En el supuesto de que los valores u otros instrumentos financieros confiados a la empresa de servicios de inversión fuesen restituidos por aquélla con posterioridad al pago de un importe garantizado, los fondos podrán resarcirse del importe satisfecho, total o parcialmente, si lo restituido, valorado conforme a lo establecido en el artículo anterior en el momento de la restitución, fuera mayor que la diferencia entre el valor de los que fueron confiados a la entidad, valorados en el momento en que se produjeron los hechos citados en el artículo 5.1, y el importe de la indemnización pagada al inversor. Cuando el valor de lo restituido fuese superior al de los valores e instrumentos, calculado en la fecha citada en el artículo 5.1, el exceso se distribuirá entre el fondo y el inversor a prorrata de sus respectivos créditos.

La restitución se realizará al fondo correspondiente, quien entregará al inversor las cantidades que correspondan con arreglo a lo previsto en el párrafo precedente, estando facultado dicho fondo, a tal fin, para enajenar los valores en la cuantía que resulte procedente.

Cuando se trate de valores negociables cotizados en mercados secundarios de valores oficiales, la enajenación habrá de hacerse con arreglo a las normas de dichos mercados.

Cuando se trate de valores no negociables, la enajenación habrá de hacerse con intervención de fedatario público o a través de un intermediario financiero autorizado a ello.

Artículo 8. Régimen económico (1)

1. Las entidades adheridas al Fondo de Garantía de Inversiones están obligadas a cumplir con el régimen económico de las aportaciones anuales y derramas regulado en este artículo, de forma que el Fondo de Garantía pueda cumplir con las obligaciones frente a los inversores impuestas por esta norma.

2. Las entidades adheridas deberán realizar una aportación anual equivalente a la suma de las siguientes cantidades:

A) Un importe fijo que se corresponde con la siguiente escala: 20.000 euros, para las empresas de servicios de inversión cuyos ingresos brutos por comisiones sean inferiores a 5 millones de euros; 30.000, si se encuentran entre 5 y 20 millones de euros, y 40.000 cuando sean superiores a 20 millones de euros.

B) El 2 por mil del dinero, más el 0,05 por mil del valor efectivo de los valores e instrumentos financieros en ellas depositados o gestionados, correspondientes a clientes cubiertos por la garantía.

C) El resultado de multiplicar el número de clientes cubiertos por la garantía por el 0,15 por mil del importe mínimo a que se refiere el articulo 6.1.

3. El Ministro de Economía y, con su habilitación expresa, la CNMV determinarán las partidas contables y datos estadísticos que deben incluirse en los cálculos de las aportaciones anuales. Asimismo, el Ministro de Economía podrá, a propuesta de la CNMV, acordar la disminución de los importes y porcentajes a que se refiere este artículo cuando el patrimonio del fondo alcance una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines, En todo caso, las aportaciones se suspenderán, cuando el patrimonio no comprometido en operaciones propias del objeto del fondo supere la resultante de multiplicar la cobertura máxima prevista en el artículo 6.1 por el 5 por ciento del número de clientes cubiertos por la garantía del total de entidades adheridas al Fondo en el ejercicio anterior.

4. La sociedad gestora determinará el importe provisional de la aportación anual de cada entidad adherida a partir de las informaciones que, siguiendo las instrucciones que establezca al respecto, le sean suministradas por las empresas de servicios de inversión adheridas sobre datos referidos al ejercicio anterior al del año al que se refiera el presupuesto anual, de acuerdo con el siguiente procedimiento:

a) Para las cuentas o posiciones de dinero de los inversores, se tomará como valor efectivo base la media de los saldos en balance a fin de cada uno de los meses del ejercicio en los cuales la entidad adherida haya tenido la obligación de remitir estados financieros a la CNMV.

(1) Redactado según la Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.

b) Para los valores e instrumentos financieros, se tomará como valor efectivo base el valor de cotización del último día de negociación del año en el mercado secundario correspondiente de aquellas cuentas o posiciones de valores o instrumentos financieros de los inversores existentes al final del ejercicio. Cuando entre estas últimas figuren valores e instrumentos financieros no negociados en un mercado secundario, su base de cálculo vendrá dada por su valor nominal o por el de reembolso, que resulte más propio del tipo de valor o instrumento financiero de que se trate, salvo que se haya declarado o conste otro valor más significativo a efectos de su depósito o registro.

Al objeto de disponer de la información necesaria para la elaboración del presupuesto anual y para los cálculos de las aportaciones de las entidades adheridas y demás informaciones contenidas en dicho presupuesto, la sociedad gestora recabará cuantos datos precise de las entidades adheridas al Fondo.

5. Las aportaciones anuales de las empresas de servicios de inversión se calcularán y materializarán a partir de la fecha de cierre de cada ejercicio en, al menos, dos desembolsos, en los porcentajes que fije la sociedad gestora del fondo a la vista de las necesidades del mismo. Las aportaciones se realizarán siempre en efectivo y no serán objeto de devolución a las entidades aportantes.

La sociedad gestora elaborará un presupuesto anual, que coincidirá con el año natural, el cual incluirá el importe de la comisión de gestión a favor de la sociedad gestora, el importe provisional de la aportación anual que será requerido de las entidades adheridas y, en su caso, las posibles financiaciones. Este presupuesto deberá incorporar el detalle explicativo de la aportación anual provisional exigible a cada entidad adherida. Asimismo, el presupuesto anual deberá incluir una descripción del método de cálculo del importe previsto como aportación inicial mínima a aplicar a las empresas de servicios de inversión residentes de nueva creación o, en su caso, a las nuevas sucursales de empresas extranjeras, que puedan incorporarse al fondo en el curso del año.

La aprobación del presupuesto anual con el cálculo provisional de la aportación de cada entidad adherida y el resto de informaciones que ha de incorporar deberá realizarse por parte de la sociedad gestora antes del 31 de marzo de cada año y el primer desembolso de la aportación anual por parte de las entidades adheridas tendrá lugar antes del 31 de mayo sobre la base de los cálculos provisionales. El segundo desembolso habrá de hacerse, antes del 30 de septiembre, tras los ajustes que fueran necesarios como consecuencia del cálculo final de la aportación de cada entidad adherida, una vez considerada la información definitiva auditada del último ejercicio cerrado.

6. Una vez aprobado el presupuesto anual por la sociedad gestora, ésta deberá remitirlo a la CNMV para su aprobación en los treinta días naturales siguientes a su recepción.

7. Cuando la sociedad gestora del fondo prevea que los recursos patrimoniales y financiaciones disponibles por éste en el curso de un ejercicio sean insuficientes para el cumplimiento de sus funciones y obligaciones, el Consejo de Administración de la sociedad gestora deberá adoptar las medidas necesarias para subsanar el desequilibrio financiero, pudiendo requerir a las entidades adheridas la realización de las derramas necesarias. Estas derramas se distribuirán entre las entidades adheridas en la misma proporción que sus aportaciones al Fondo en los tres ejercicios precedentes o desde que la entidad se haya adherido al fondo, cuando no haya completado dicho plazo, considerando a estos efectos como primer ejercicio computable el ejercicio 2003, y habrán de efectuarse en la fecha que establezca la sociedad gestora, previa puesta en conocimiento de la CNMV. El importe de las derramas no podrá exceder la cuantía necesaria para eliminar el desequilibrio.

8. El patrimonio no comprometido del fondo deberá estar materializado en deuda pública o en otros activos de elevada liquidez y bajo riesgo.

9. Cuando se trate de sucursales de empresas de servicios de inversión con sede social en otro Estado, la CNMV consultará con la autoridad competente del Estado de origen de la sucursal antes de determinar la cuantía de su aportación. En todo caso, la CNMV tendrá en consideración el nivel de cobertura que ofrezca el sistema de garantía de dicho Estado.

Artículo 9. Régimen de adhesión

1. Las sociedades y agencias de valores tendrán la obligación de adherirse a alguno de los Fondos de Garantía, previstos en el artículo 2, con ocasión del procedimiento de autorización. No obstante, aquellas entidades adheridas que adquieran la condición de miembros de una Bolsa de Valores, una vez adquirido su nuevo estatus podrán optar en su adhesión por cualquiera de los dos fondos que, en su caso, se hayan creado.

2. Las sucursales de empresas de servicios de inversión ubicadas o no en la Unión Europea, con ocasión de su establecimiento en España, pondrán en conocimiento de la CNMV su régimen de adhesión, conforme a lo previsto en el artículo 3 del presente Real Decreto.

Artículo 10. Aportaciones de nuevas entidades adheridas

1. Las sociedades y agencias de valores adheridas a uno de los fondos previstos en este Real Decreto que decidan cambiar o que hayan de cambiar de fondo, porque pasen a ser o dejen de ser miembros de una Bolsa de Valores, realizarán su aportación inicial al fondo al que hayan de adherirse con motivo de dicho cambio, conforme a los criterios previstos en el artículo 8 anterior, calculándose provisionalmente la aportación a prorrata de los meses que medien entre la fecha de incorporación al fondo correspondiente y la fecha de cierre del año de que se trate. En este proceso, dichas sociedades y agencias de valores tendrán derecho a traspasar al nuevo Fondo el remanente, si lo hubiera, a la fecha del cambio, de las aportaciones efectuadas al Fondo en el que causan baja. Se entenderá por remanente el saldo positivo de la suma de las aportaciones anuales y derramas efectuadas

desde la fecha de su incorporación al Fondo en el que causan baja, una vez deducidas:

a) La parte que corresponda por las comisiones anuales de la sociedad gestora devengadas desde la fecha de incorporación al fondo.

b) Las aplicaciones que correspondan por las indemnizaciones pagadas desde la fecha de incorporación, así como las que hayan de atenderse si antes de la fecha del cambio se hubiera producido una declaración de incumplimiento conforme al artículo 5.

c) Las aplicaciones que correspondan a la cobertura de déficit patrimoniales habidos en el Fondo desde la fecha de incorporación.

En todo caso la sociedad gestora podrá retener y exigir a las entidades que causen baja las aportaciones o derramas necesarias para cubrir el déficit patrimonial que, en su caso, pudiera existir en el fondo a la fecha de la baja, conforme a lo previsto en el apartado 3 del artículo 8.

2. Constituidos los Fondos de Garantía de Inversiones, en caso de adhesión de una nueva entidad residente de nueva creación o de una nueva sucursal de una extranjera y por tanto sin actividad previa, cada una de estas entidades desembolsará en la fecha de su incorporación al Fondo el importe establecido como aportación mínima inicial en el presupuesto anual correspondiente aprobado por la CNMV.

3. Las aportaciones de las nuevas entidades adheridas se realizarán en la fecha de adhesión.

Artículo 11. Financiaciones

Las sociedades gestoras podrán concertar, por cuenta del Fondo, préstamos y créditos con entidades financieras para cumplir con las obligaciones frente a los inversores previstas en el artículo 4 de este Real Decreto. La sociedad gestora informará de esta actuación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Artículo 12. Baja y exclusión del fondo

1. Cuando una sociedad o agencia de valores cause voluntariamente baja como empresa de servicios de inversión, conforme al procedimiento previsto en su normativa específica, también causará baja en el Fondo de Garantía en la fecha de baja en el registro oficial de empresas de servicios de inversión.

2. Las empresas de servicios de inversión que no realicen debidamente sus aportaciones al Fondo de Garantía de Inversiones al que estén adheridas, no contribuyan a las derramas o incumplan las obligaciones previstas en este Real Decreto podrán ser excluidas del fondo una vez que, requeridas al efecto, no hayan regularizado su situación en el plazo que determine la sociedad gestora, que no podrá ser inferior a un mes. Será competente para acordar la exclusión la CNMV, previo informe de la sociedad gestora del fondo afectado y previa audiencia del interesado, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

3. En todo caso, a las entidades adheridas que no realicen las aportaciones al fondo en los plazos establecidos se les aplicará:

a) un recargo del 20 por 100 sobre el importe de la aportación pendiente de abono, que habrá de hacer efectivo al tiempo que efectúe dicha aportación; y

b) los intereses de demora calculados al doble del tipo de interés legal del dinero sobre el importe de la aportación pendiente de abono.

Quedarán exceptuadas de dicho recargo y de los intereses las entidades que estuviesen declaradas en suspensión de pagos (1).

4. En aquellos casos descritos en el apartado 2 de este artículo las sociedad gestora seguirá el siguiente procedimiento:

a) En el supuesto de que la empresa de servicios de inversión no cumpliera sus obligaciones, tras la adopción de las medidas antes mencionadas, la sociedad gestora le comunicará que podrá ser excluida del fondo en el plazo de doce meses a partir de la notificación, dando cuenta de ello inmediatamente a la CNMV.

b) La CNMV, recibida la información anterior, propondrá al Ministro de Economía, al amparo del artículo 75 de la Ley del Mercado de Valores, que suspenda, total o parcialmente, los efectos de la autorización concedida a la entidad incumplidora.

c) Si transcurriera dicho plazo manteniéndose el incumplimiento, la CNMV adoptará la decisión de excluir del Fondo a la entidad afectada.

5. La exclusión será causa para que el Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV, revoque inmediatamente la autorización que le hubiera sido concedida para ejercer su actividad, cuando la entidad excluida tenga su sede social en España, previo expediente con audiencia del interesado.

6. En todo caso, la garantía del fondo continuará en vigor hasta que el Ministro de Economía revoque la autorización para el ejercicio de las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión. En tanto permanezca vigente la garantía del fondo, la empresa de servicios de inversión quedará obligada a realizar las aportaciones ordinarias y extraordinarias que correspondan previstas en el artículo 8 de este Real Decreto, siendo igualmente de aplicación, en su caso, los recargos que correspondieran previstos en el apartado 3 de este artículo.

---

(1) Redactado según la Ley 53/2002, de 30 de diciembre.

7. Lo establecido en los apartados anteriores será aplicable, en todos sus términos, al supuesto de no aportación al capital de la sociedad gestora por parte de una entidad adherida, con la excepción de la imposición de recargos.

8. Toda sociedad o agencia de valores que cause baja voluntaria o sea excluida del correspondiente Fondo de Garantía de Inversiones no tiene derecho alguno a la restitución de las aportaciones anuales y derramas realizadas excepto en el supuesto previsto en el artículo 10. Dichas sociedades o agencias continuarán obligadas a realizar derramas que pudieran ser acordadas por la sociedad gestora del fondo con respecto a obligaciones de pago del Fondo originadas por declaraciones de incumplimiento acaecidas con anterioridad a la fecha de baja o exclusión del fondo.

9. La retirada de la cobertura será comunicada a los inversores a través del «Boletín Oficial del Estado» y de dos periódicos de gran circulación.

Artículo 13. Plazo para satisfacer los derechos de los inversores

1. Los fondos satisfarán en metálico las indemnizaciones a los inversores cuyo derecho haya sido debidamente comprobado dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la declaración de incumplimiento a que se refiere el artículo 5 de este Real Decreto.

Cuando las sociedades gestoras de los fondos prevean que éstos no pueden efectuar los pagos en el plazo establecido, podrán solicitar a la CNMV la concesión de una prórroga no superior a tres meses, indicando las razones de la solicitud. La CNMV podrá autorizarla cuando aprecie que concurren motivos excepcionales que justifiquen el retraso.

2. Transcurrido el plazo de pago de tres meses, o, en su caso, el plazo prorrogado previsto en el apartado anterior, los inversores dispondrán de un plazo adicional de tres meses para reclamar a la sociedad gestora, aunque ya lo hubieran hecho con anterioridad, la indemnización de sus derechos que, con arreglo a esta norma, consideren que no han sido adecuadamente atendidos. Sin perjuicio del transcurso de estos plazos, los inversores, siempre que lo soliciten motivadamente, podrán presentar la reclamación anterior en un plazo superior al previsto en el presente artículo.

3. En todo caso, los importes no satisfechos tras los plazos anteriores quedarán en los fondos a disposición de sus titulares, sin perjuicio de su prescripción con arreglo a derecho.

Artículo 14. Información a los inversores

1. Las entidades adheridas a los fondos no podrán utilizar su pertenencia a los mismos en su publicidad, si bien podrán incluir una mención a aquélla sin añadir otros datos o informaciones sobre los fondos. De igual modo, tendrán en sus oficinas, a disposición del público, información sobre las características del fondo.

Esta información deberá comprender entre otros los siguientes extremos:

a) Indicación, en su caso, de las coberturas ofrecidas por sistemas o fondos extranjeros.

b) Régimen de cobertura para los supuestos de depósito o registro de valores en otras entidades financieras.

c) Indicación de la exclusión de los servicios y actividades realizados en los países y territorios a que se refiere el artículo 4.1.c), así como una relación actualizada de los mismos.

2. Las sociedades gestoras de los fondos insertarán anualmente en su Memoria anual la relación de las entidades adheridas. Esta Memoria deberá depositarse anualmente en la CNMV para su consulta pública.

La CNMV, a partir de la información que le remitan las sociedades gestoras, complementará la información contenida en el Registro público de empresas de servicios de inversión previsto en el párrafo f) del artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores, con los datos relativos al fondo al que se encuentren adheridas cada una de dichas entidades. A tal efecto, las sociedades gestoras de los fondos vendrán obligadas a informar a la CNMV cada vez que se produzca un alta o una baja en los fondos.

SECCIÓN 2.ª DE LAS SOCIEDADES GESTORAS

Artículo 15. Naturaleza jurídica y composición

La sociedad gestora se constituirá con forma de sociedad anónima y sus socios serán las empresas de servicios de inversión adheridas al fondo en los términos del presente Real Decreto.

Artículo 16. Estatutos sociales

Los Estatutos sociales de la sociedad gestora y sus modificaciones requerirán la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El proyecto de Estatutos podrá entenderse como aprobado si, transcurrido el plazo de tres meses desde su presentación, no se hubiera producido resolución expresa acerca del mismo.

Artículo 17. Capital social

El capital social de la sociedad gestora será el necesario para asegurar la consecución de su objeto social.

Las acciones del capital social de la sociedad gestora serán nominativas.

El capital social de la sociedad gestora se distribuirá entre las empresas de servicios de inversión adheridas al

Fondo, en la misma proporción que sus aportaciones al mismo (1).

Artículo 18. Modificaciones en el capital social

1. Durante los dos meses siguientes a la aprobación de las cuentas anuales de la sociedad gestora se procederá a adaptar las participaciones en el capital de cada una de las entidades adheridas, con el fin de dar cabida a las empresas que hayan solicitado su adhesión al fondo y para hacer efectivo tanto el cese de quienes hayan dejado de participar en el sistema de garantía como las variaciones que se hayan producido en los porcentajes de participación de las entidades adheridas.

2. El ajuste se efectuará ampliando o reduciendo el capital en la medida necesaria, salvo que se opte por la venta o compra por la sociedad gestora de sus propias acciones. Para estas enajenaciones, ampliaciones o reducciones de capital bastará con el acuerdo del Consejo de Administración, no siendo de aplicación a las mismas lo dispuesto en los artículos 75 a 79, 158, 164, 165 y 166 de la Ley de Sociedades Anónimas, texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de marzo. En el supuesto de ampliación, el capital deberá desembolsarse de una sola vez.

En los supuestos de reducción de capital y de compra de acciones pertenecientes a las entidades adheridas, los accionistas a los que sean restituidas sus aportaciones responderán, hasta el importe de las mismas y durante los tres años siguientes, de las deudas contraídas por la sociedad gestora con anterioridad a la reducción o a la compra.

3. El precio de las acciones, en los supuestos contemplados en los apartados anteriores, será el valor teórico que resulte del último balance aprobado.

4. La sociedad gestora deberá comunicar el resultado del proceso a la CNMV.

5. Las ampliaciones o reducciones del capital que acuerde la sociedad gestora con distinta finalidad a las contempladas en los anteriores apartados, estarán sujetas al régimen general de la Ley de Sociedades Anónimas, respetando los criterios de participación establecidos en el presente Real Decreto.

6. Cuando a una empresa de servicios de inversión le sea revocada la autorización para ejercer su actividad o decida voluntariamente excluirse del fondo, la sociedad gestora podrá retrasar la devolución que pudiera corresponderle de las aportaciones al capital efectuadas hasta que tenga lugar la siguiente adaptación del capital de la sociedad gestora, en los términos contemplados en el anterior apartado 1.

Artículo 19. Régimen económico

1. La sociedad gestora elaborará un presupuesto anual, que deberá ser sometido a la aprobación de la CNMV antes del 1 de diciembre de cada año. La CNMV condicionará dicha aprobación a la idoneidad del presupuesto para el cumplimiento de los fines que tiene encomendados la sociedad gestora.

2. Si como consecuencia de circunstancias sobrevenidas la sociedad gestora presentara pérdidas que hicieran necesario restablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio, se estará a lo previsto en la Ley de Sociedades Anónimas.

3. La sociedad gestora deberá someter sus cuentas anuales y las del fondo a informe de auditoría, según lo establecido en el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores (2).

El informe anual de auditoría será remitido a la CNMV, en los términos y plazos que ésta establezca.

El Ministro de Economía o, con su habilitación expresa, la CNMV, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, podrá establecer los registros, las normas contables, los modelos de los estados financieros de la sociedad gestora y la periodicidad con la que deberán remitirse a la CNMV.

Artículo 20. Funciones

Serán funciones de las sociedades gestoras las siguientes:

1.ª Las de representación y gestión del fondo.

2.ª Administrar el patrimonio del fondo de acuerdo con criterios de rentabilidad, seguridad y liquidez.

3.ª Promover la información para dar a conocer a los inversores el alcance y contenido del fondo.

4.ª Atender con cargo al fondo los pagos de indemnizaciones de conformidad con lo previsto en la Ley del Mercado de Valores y en el presente Real Decreto.

5.ª Ejercitar por cuenta del fondo los derechos en los cuales éste se haya subrogado.

6.ª Informar a la CNMV del incumplimiento de las obligaciones de aportación al fondo o al capital social de la sociedad gestora por parte de las empresas de servicios de inversión adheridas.

7.ª Adoptar las medidas necesarias para el cumplimiento de las obligaciones de aportación al fondo o al capital social de la sociedad gestora por parte de las empresas de servicios de inversión que deban adherirse al sistema de garantía.

(1) Párrafo redactado según la Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.

(2) Redactado según la Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.

8.ª Proponer, en su caso, a la CNMV la suspensión de una entidad adherida por incumplimiento de sus obligaciones para con el fondo o con la sociedad gestora.

9.ª Instar, en su caso, a la CNMV la tramitación de la revocación de la autorización de una entidad adherida por el incumplimiento de sus obligaciones para con el fondo o con la sociedad gestora.

10.ª Prestar a la CNMV cuanta asistencia le solicite en el ejercicio de sus funciones de supervisión, inspección y sanción.

11.ª Cargar al fondo, en concepto de comisión de gestión, los gastos en los que haya incurrido como consecuencia de su representación y gestión, y que no sean directamente repercutibles sobre el mismo.

Artículo 21. Consejo de Administración y Director general

El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director general exigirá la previa aprobación de la CNMV. En todo caso, miembros y Director deberán cumplir los requisitos establecidos en los párrafos f), g) y h) del artículo 67.2 de la Ley del Mercado de Valores.

Se integrará en el Consejo de Administración un representante de la CNMV, con voz y sin voto, quien velará por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad del fondo.

El mencionado representante podrá proponer a la CNMV que suspenda todo acuerdo del Consejo de Administración que se considere contrario a dichas normas y a los fines propios del fondo. La CNMV podrá acordar dicha suspensión, previa audiencia de la sociedad gestora.

Asimismo, en el Consejo de Administración de la Gestora de los fondos de Garantía de Inversiones se integrará, con voz y sin voto, un representante de cada Comunidad Autónoma con competencias en la materia en la que exista un mercado secundario oficial, con las funciones de velar por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad de fondo.

Los miembros del Consejo de Administración y cuantas personas trabajen en la sociedad gestora estarán obligados a guardar secreto de cuanta información conozcan en virtud de su participación en las tareas del fondo, no pudiendo hacer uso de la misma para finalidades distintas de las relacionadas con el ejercicio de su cargo (1).

Artículo 22. Supervisión de la sociedad gestora

La sociedad gestora estará sujeta a la supervisión de la CNMV, según el régimen establecido en el título VIII de la Ley del Mercado de Valores.

(1) Párrafo incorporado por Ley 53/2002, de 30 de diciembre.

CAPÍTULO II

.....

Disposición adicional primera.
Aportaciones a los Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito

En cuanto a lo dispuesto en el artículo 3 del Real Decreto 2606/1996, conforme a la nueva redacción dada por el artículo 25 del presente Real Decreto y por lo que se refiere a las aportaciones correspondientes a los valores garantizados previstas en el apartado 2 de dicho artículo 3, el Ministro de Economía podrá acordar la suspensión temporal de estas aportaciones a la vista de circunstancias efectivas de riesgo de dichos valores y a la cuantía alcanzada por el patrimonio de los Fondos de Garantía de Depósitos.

Disposición adicional segunda.
Régimen aplicable a las Sociedades Gestoras de Carteras

Las Sociedades Gestoras de Carteras deberán asegurar los riesgos derivados de su actuación mediante un seguro de responsabilidad civil concertado con una entidad aseguradora habilitada legalmente para operar en el ámbito de responsabilidad civil en la Unión Europea, por una suma asegurada no inferior a 1.225.000 euros. Las prestaciones de dicho seguro estarán exclusivamente destinadas a atender los perjuicios causados a sus clientes derivados de la realización de los servicios de inversión propios de su actividad. El presente requisito deberán cumplirlo en el plazo de seis meses a partir de la entrada en vigor del presente Real Decreto, informando de ello a la CNMV, que hará constar este dato en el registro público de empresas de servicios de inversión.

Disposición adicional tercera.
Régimen de los depositarios o registradores centrales de un sistema de compensación y liquidación de un mercado secundario

Las posiciones de valores e instrumentos financieros que figuren en cuenta de terceros en alguna sociedad o agencia de valores que ejerza las funciones de depositario o registrador central de un sistema de compensación y liquidación de un mercado secundario, no habrán de incluirse dentro del valor efectivo base a utilizar para el cálculo de las aportaciones anuales a realizar por las sociedades y agencias de valores a los Fondos de Garantía. Esta exclusión alcanzará únicamente aquellas posiciones que sean el reflejo en el referido sistema de compensación y liquidación de los saldos de valores o instrumentos financieros negociados en ese mercado secundario que hayan sido depositados o registrados por los inversores en sociedades, agencias de valores o entidades de crédito miembros de ese mercado que estén sujetas a la obligación de contribuir a los Fondos de Garantía.

Disposición transitoria primera.
Constitución de la sociedad gestora

1. La constitución de la sociedad gestora prevista en el artículo 2 del presente Real Decreto deberá producirse en el plazo de cuarenta y cinco días desde la entrada en vigor del presente Real Decreto y deberá ser autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Serán socios fundadores todas las empresas de servicios de inversión que, según el presente Real Decreto, tienen la obligación de adherirse al Fondo de Garantía de Inversiones.

3. A las empresas de servicios de inversión que, teniendo la obligación de ser miembros del Fondo de Garantía de Inversiones, no comparezcan a la firma del otorgamiento de la escritura de constitución de la sociedad gestora, se les aplicará el régimen previsto en el artículo 12 del presente Real Decreto.

4. El capital inicial de la Sociedad Gestora se distribuirá a partes iguales entre las entidades que deban adherirse al Fondo de Garantía de Inversiones, sin perjuicio de que una vez constituido el fondo dichas participaciones se adapten a los criterios establecidos en el artículo 17 del presente Real Decreto.

Disposición transitoria segunda.
Actuaciones anteriores a la constitución de las Sociedades Gestoras

La CNMV podrá requerir de las empresas de servicios de inversión las actuaciones precisas para una rápida y eficaz constitución de la Sociedad Gestora a que se refiere el artículo 2 del presente Real Decreto.

Disposición transitoria tercera.
Constitución del Fondo de Garantía de Inversiones

1. En el plazo máximo de un mes desde la fecha de aprobación de su primer presupuesto por parte de la CNMV, la Sociedad Gestora procederá a la constitución del Fondo. Desde ese mismo momento la Sociedad Gestora asumirá las tareas de representación y gestión del Fondo.

2. La Sociedad Gestora deberá elaborar un presupuesto para el primer ejercicio de funcionamiento del Fondo, que deberá aprobar en el plazo de quince días a partir de la fecha del otorgamiento de la escritura de constitución de la Sociedad Gestora. A dicho presupuesto le será de aplicación lo dispuesto en el artículo 8 del presente Real Decreto, con las adaptaciones oportunas.

Disposición final primera.
Habilitación competencial

El presente Real Decreto tiene carácter básico y se dicta al amparo de la competencia exclusiva del Estado atribuida por el artículo 149.1.11.ª y 13.ª de la Constitución Española.

Disposición final segunda.
Habilitaciones normativas al Ministro de Economía

1. A la vista de la experiencia habida en el proceso de constitución y desarrollo posterior de los Fondos de Garantía de Inversiones, el Ministro de Economía podrá, previo informe de la CNMV, actualizar los porcentajes consignados en los apartados 1 y 2 del artículo 8 de este Real Decreto, así como los criterios de distribución de las aportaciones anuales entre las entidades adheridas a los Fondos reflejados en el apartado 5 de ese mismo artículo.

2. El Ministro de Economía o, en su caso, con su habilitación expresa, el Banco de España y la CNMV, dictarán las disposiciones necesarias para la ejecución y desarrollo del presente Real Decreto, en particular en lo que concierne al régimen de inversiones y de financiación de los Fondos de Garantía de Inversiones y a la información que se debe proporcionar a los inversores, tanto sobre la cobertura de que disfrutan los inversores como sobre supuestos concretos en que se hayan producido las circunstancias que den lugar a la ejecución de la garantía que prestan dichos fondos.

Disposición final tercera.
Habilitaciones normativas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España

Se habilita a la CNMV y al Banco de España para que mediante Circular determinen los criterios de valoración a aplicar a los distintos tipos de los valores e instrumentos financieros no cotizados a integrar en la base de cálculo de las aportaciones anuales a los Fondos en el marco de lo previsto, respectivamente, en el apartado 6 del artículo 8 de este Real Decreto y en el apartado 1 del artículo 3 del Real Decreto 2606/1996, en la nueva redacción dada por el artículo 25 de este Real Decreto.

Disposición final cuarta.
Entrada en vigor

El presente Real Decreto entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, sin perjuicio de lo previsto en la disposición final primera, apartado 2, de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, por lo que la cobertura de los Fondos de Garantía de Inversores se retrotrae al 1 de julio de 1993.

COLABORADORES

BARRIONUEVO URGEL, Cristóbal de. Licenciado en Ciencias Empresariales Europeas por el European Business Programme de la Cámara de Comercio de Madrid y por la Humberside University; en la actualidad, cursa la Licenciatura de Derecho por la Universidad Nacional de Educación a Distancia. Tras una breve actividad laboral en el Reino Unido como consultor, se incorporó en 1993 a la División de Banca y Mercado de Capitales de Andersen, participando, entre otros proyectos, en el diseño del plan de reestructuración del sistema bancario para la resolución de la crisis sistémica de un país latinoamericano y completando diversos proyectos de revisión normativa y de diagnóstico de las capacidades supervisoras, y de fortalecimiento de procesos de supervisión de diversas instituciones de supervisión financiera latinoamericanas. Asimismo, participó en el Programa de Apoyo para el Desarrollo del Registro de Valores para el Mercado de Capitales de Guatemala. En marzo de 2002 se incorporó, en calidad de director general, a la Gestora del Fondo General de Garantía de Inversiones, S.A.

GARCÍA SANTOS, M.ª Nieves. Es directora general de estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Ha sido directora general y consejera de InterMoney, S.A., economista-jefe de JPMorgan España y responsable del Servicio de Análisis Económico de Asesores Bursátiles, S.A. Inicialmente, trabajó como economista contratada en el Servicio de Estudios del Banco de España, asignada a la Oficina de Operaciones. Ha impartido docencia en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, de donde es profesora titular de Política Económica desde 1988 (estando desde 1995 en situación de servicios especiales), en la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE) y en el Instituto de Empresa de Madrid. Tiene diversas publicaciones sobre temas coyunturales, monetarios y financieros en revistas especializadas y contribuciones en libros. También publica regularmente en periódicos económicos.

MADRID PARRA, Agustín. Es catedrático de Derecho Mercantil y director del Departamento de Derecho Privado en la Universidad Pablo de Olavide, de Sevilla. Nació en Añora (Córdoba). Realizó estudios en Córdoba, Sevilla y Filadelfia. Fue becario Fulbright. Durante su estancia de dos años en la Universidad de Pensylvania (Filadelfia) se dedicó al estudio del mercado hipotecario estadounidense. En 1987 obtuvo el grado de doctor en Derecho por la Universidad de Sevilla. Su tesis doctoral fue publicada en 1988 por el Banco Hipotecario de España bajo el título *El Mercado Hipotecario (EE.UU.-España)*. La tesis obtuvo el Trofeo Tesis Doctoral del Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Córdoba. En noviembre de 1991 obtuvo la Cátedra de Derecho Mercantil de la Universidad Pública de Navarra. Ha impartido docencia en la Universidad de Sevilla, en la Universidad Pública de Navarra, en la Universidad de Cádiz, donde fue director del Departamento de Derecho Mercantil, y en la Universidad Pablo de Olavide, de Sevilla, donde desempeñó el cargo de secretario general. Su principal actividad investigadora se ha desarrollado en el ámbito del derecho del sistema financiero y la contratación electrónica. Ha publicado varios libros sobre estos temas. De 1987 a 1991 desempeñó el cargo de secretario general del Instituto Andaluz de Reforma Agraria, organismo autónomo de la Junta de Andalucía. Ha participado, desde 1992, como Delegado de España, en las sesiones del Grupo de Trabajo sobre comercio electrónico de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI-UNCITRAL). Participó en la elaboración de la Ley Modelo sobre Comercio Electrónico (1996) y de la Ley Modelo sobre las Firmas Electrónicas (2001) de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional.

GUÍAS DEL LECTOR

LA RAZÓN ECONÓMICA DE LOS FONDOS DE GARANTÍA DE INVERSIONES

M.ª Nieves García Santos

Los fondos de garantía de inversiones cubren las inversiones en valores o las posiciones de efectivo transitorias para su inversión en valores. Su justificación última se encuentra en el objetivo de proteger al inversor que subyace generalmente en las regulaciones de los mercados de valores.

Las inversiones en valores no se ven afectadas por los mismos riesgos que las inversiones en depósitos bancarios, ya que una quiebra de la entidad no tendría por qué implicar una pérdida de los valores o activos financieros, si estos están debidamente identificados a nombre de los clientes. El riesgo que puede afectar a los inversores es un riesgo operativo —errores en la ejecución de las órdenes de clientes o prácticas operativas irregulares que contaminen a los inversores del riesgo de la entidad— o de fraude, de forma que la entidad llegue a quebrar y los valores no puedan ser reclamados por sus propietarios legítimos.

Podría ser discutible que se deba cubrir el riesgo de fraude, y también podría argumentarse que el riesgo operativo se puede cubrir por otras regulaciones de naturaleza diversa. La razón económica de los fondos de garantía de inversiones se encuentra en la asimetría informativa de los inversores, especialmente de los pequeños. Éstos pueden no ser capaces de identificar la solvencia de las entidades o de detectar su cumplimiento o no de requisitos prudenciales o su respeto a normas de conducta obligadas. Las entidades podrían aprovechar esta dificultad de información y de análisis para llevar a cabo prácticas incorrectas. Puede ser difícil, además, la observación de estas prácticas incluso para los supervisores, de forma que se vea limitada la eficacia de la regulación.

Por lo tanto, si a pesar de las normas de solvencia y de conducta que deben cumplir las entidades de valores, una de éstas llega a quebrar, los reguladores de muchos países han considerado conveniente que el inversor cuente con la protección adicional de una cobertura de sus inversiones. Se trata, en definitiva, de salvaguardar la confianza de los inversores, que es la base del funcionamiento de los mercados financieros.

Además, aunque no se pueden aplicar las mismas consideraciones de riesgo sistémico que subyacen en la implantación de los fondos de garantía de depósitos a las entidades de valores, sin embargo, en algunos países, las entidades de valores proporcionan ciertos servicios que les hacen participar en las características del sector bancario.

Contra los sistemas de garantía se han levantado muchas críticas que subrayan que las entidades puede hacerse más proclives a tomar riesgos y que los inversores pueden reducir su interés en la observación o vigilancia del comportamiento de la entidad a la que confían sus ahorros. Sin embargo, estos inconvenientes pueden reducirse mediante un diseño adecuado de los sistemas de garantía que limite la cuantía de la cobertura y que implique a las propias entidades en ésta.

RÉGIMEN JURÍDICO DEL FONDO DE GARANTÍA DE INVERSIONES

Agustín Madrid Parra

La regulación del Fondo de Garantía de Inversiones es consecuencia de las directivas 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, y 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, que fueron objeto de transposición a nuestro ordenamiento mediante la Ley del Mercado de Valores de 1988, recientemente modificada en este punto por la Ley 53/2002, de medidas fiscales, administrativas y del orden social. Su finalidad es la protección del pequeño inversor y el mantenimiento de la confianza en el sistema financiero.

En contraste con los fondos de garantía de depósitos, en el fondo de garantía de inversiones no se contempla como finalidad el saneamiento de la empresa de servicios de inversión. Su regulación específica se fija como única finalidad ofrecer a los inversores una cobertura cuando no pueden obtener el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores que les pertenezcan y que tuvieran en depósito las empresas de inversión o las entidades de crédito.

Los sistemas de garantía para los inversores pueden organizarse de dos formas: 1) participando todas las entidades que presten servicios de inversión protegidos en un fondo de garantía, y 2) participando sólo las empresas de servicios de inversión. El legislador español ha optado por la segunda opción.

El fondo se constituye como un patrimonio separado, sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión se encomienda a una sociedad gestora.

Al fondo se han de adherir las empresas de servicios de inversión que gestionen sistemas organizados de negociación, que deberán realizar las aportaciones fijadas por la vía reglamentaria para constituir el patrimonio del fondo.

En cuanto a las actividades protegidas, son:

a) Los servicios de inversión previstos en el art. 63.1 de la Ley del Mercado de Valores prestados en la Unión Europea por las empresas de servicios de inversión, cuando den lugar a que éstas tengan en depósito dinero o valores e instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes.

b) La actividad complementaria prevista en el párrafo a) del apartado 2 del artículo 63 de la citada ley, cuando el depósito de los valores o instrumentos pertenecientes a clientes sea prestado por la empresa de servicios de inversión en territorio de la Unión Europea.

c) Los servicios y actividades complementarios mencionados en los párrafos a) y b) anteriores realizados fuera del territorio de la Unión Europea, con excepción de los realizados en territorios definidos como paraísos fiscales por la legislación vigente o en un país o territorio que carezca de órgano supervisor de los mercados de valores o cuando, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El riesgo protegido es el derivado de la relación jurídica del inversor con la empresa de servicios de inversión, no la relación con el emisor de los valores o instrumentos.

En cuanto a las situaciones protegidas son :

1) La quiebra o suspensión de pagos de la empresa de servicios de inversión.

2) Que la Comisión Nacional del Mercado de Valores declare que la empresa de servicios de inversión no puede cumplir las obligaciones contraídas con los inversores.

El importe de la garantía se ha fijado en 20.000 euros, dictándose normas para el cálculo de la indemnización según el tipo de valores (renta variable, renta fija, instrumentos financieros, empresas en

suspensión de pagos o quiebra), así como para el plazo en que ha de realizarse el pago.

Hecha efectiva la garantía, el fondo se subroga en los derechos de los inversores hasta un importe igual a la cuantía de la indemnización.

El artículo describe las causas de baja y exclusión del fondo, y finaliza analizando brevemente el régimen jurídico de la sociedad gestora del fondo.

ASPECTOS OPERATIVOS DEL FONDO GENERAL DE GARANTÍA DE INVERSIONES

Cristóbal de Barrionuevo Urgel

El Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de inversores, desarrolló las previsiones de la Directiva comunitaria 97/91/CE, de 3 de marzo, transpuesta a nuestro ordenamiento interno mediante la reforma operada en el art. 47 de la Ley del Mercado de Valores a través de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre.

Por su parte, la Ley 53/2002, de 30 de diciembre, ha modificado las normas apuntadas para corregir, al menos parcialmente, las imperfecciones que se habían puesto de manifiesto.

En este artículo, el autor analiza tres bloques de materias: 1) la relación del Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN) con los inversores; 2) la relación con las entidades adheridas, y 3) el funcionamiento interno del FOGAIN y su gestora.

En el primero de ellos, subraya las dificultades que plantea para el cálculo del montante de las indemnizaciones que han de ser satisfechas la aplicación retroactiva de las normas de protección, así como las limitaciones que, para la cobertura máxima —20.000 euros— suponen el tipo de riesgos cubiertos, la naturaleza de la entidad adherida, la clase de activos, el lugar de realización de los servicios de inversión, la naturaleza del inversor y las demás circunstancias que prevé la normativa reguladora. Este apartado incluye, igualmente, el cuidado análisis del procedimiento de reclamación y la subrogación de FOGAIN en los derechos de los inversores para resarcirse del coste que supone el pago de las indemnizaciones.

En lo que se refiere a las entidades adheridas, se estudia la obligación de adhesión, el procedimiento y las causas de baja como entidades adheridas, el régimen económico y el régimen disciplinario.

Por último, se describe brevemente el funcionamiento interno de la gestora.

El trabajo termina sentando como conclusión fundamental la necesidad de consolidar el sistema, clarificando los preceptos que afectan directamente a los inversores reclamantes. Asimismo, se ha de avanzar en el diseño de modelos de cálculo de las aportaciones y eliminar, en lo posible, las divergencias existentes entre la normativa que regula el FOGAIN y la que regula los fondos de garantía de depósitos.