
Título VI: Fondo de garantía de inversiones

Por Alejandro Fernández de Araoz Gómez-Acebo

Sumario

I. INTRODUCCIÓN.—II. LÍNEAS GENERALES EN TORNO AL DEBATE TEÓRICO SOBRE LA OPORTUNIDAD DE UN SISTEMA DE GARANTÍA DE INVERSIONES EN EL MERCADO DE VALORES: 1. *Contornos del debate teórico: consecuencias estructurales de las diferencias existentes entre entidades de crédito y empresas de inversión*: A) Razones que justifican la normativa: el análisis convencional. B) Objetivos de la regulación. C) Técnicas normativas idóneas. 2. *Tesis contrarias a los sistemas de garantía de inversiones*. 3. *Conclusiones*.—III. OBJETIVOS DEL FGI.—IV. ASPECTOS INSTITUCIONALES: 1. *El FGI: concepto*. 2. *La Sociedad Gestora del FGI*: A) Concepto. B) Competencias. C) Administración y gerencia. 3. *Supervisión por la CNMV*.—V. ADHESIÓN AL FGI: 1. *Principios configuradores de la adhesión al FGI*: A) Principio general: la adhesión obligatoria. B) Coexistencia de pluralidad de sistemas de garantía en un mismo Estado miembro. C) Criterios de pertenencia a un sistema de garantía. 2. *Fundamentos de la adhesión obligatoria*. 3. *Consecuencias financieras de la adhesión obligatoria: financiación del Fondo*. 4. *Exclusión del FGI: procedimiento y consecuencias*.—VI. PRESUPUESTOS DE APLICACIÓN DE LA GARANTÍA: 1. *Elementos objetivos*: A) Perjuicios garantizados. B) Fondos y tipos de instrumentos cubiertos. C) Servicios de inversión. D) Ambito geográfico de la cobertura. E) Situación de insolvencia de la empresa de inversión: a) La insolvencia judicialmente declarada. b) La insolvencia potencial o presunta declarada por la CNMV. 2. *Elementos subjetivos: pertenencia de la empresa de inversión al FGI*. 3. *Elementos formales: requerimiento de pago por el inversor a la empresa de inversión*.—VII. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA OBLIGACIÓN DE GARANTÍA: 1. *La obligación de garantía: concepto y naturaleza jurídica*. 2. *Legitimación activa: los destinatarios de la garantía*. 3. *Cuantía y límites cuantitativos*: A) Cuan-

ta. B) Cálculo: a, Efectivo. b) Valores. C) Exclusiones y reducciones. 4. Procedimiento para la formulación de una reclamación ante el FGI. 5. Plazo para el pago de la garantía por el FGI. 6. Subrogación.—VIII PROCEDIMIENTOS DE INFORMACIÓN A LOS INVERSORES.—BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCION

La Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, establece que «la empresa deberá indicar a los inversores, antes de entablar con ellos relaciones de negocios, qué fondo de garantía o qué protección equivalente será aplicable, en lo que se refiere a la operación o a las operaciones que se contemplen, la cobertura garantizada por uno u otro sistema, o bien que no existe fondo ni indemnización de ningún tipo» (art. 12.3)¹. Asimismo, la Comisión se comprometió a presentar propuestas sobre armonización de sistemas de indemnización relativos a las empresas de inversión antes del 31 de julio de 1993, habiendo anunciado el Consejo que tenía el objetivo de que dichos sistemas fueran aplicables en la fecha de entrada en vigor de la Directiva (art. 12.2).

Este compromiso se ha materializado en la Propuesta modificada de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los sistemas de garantía de inversiones (DOCE, C 382/27, de 31 de diciembre de 1994), presentada por la Comisión el 22 de octubre de 1993, y que constituye el modelo legislativo sobre la base del cual, una vez aprobado, los Estados miembros deberán alinear sus correspondientes sistemas de garantía de inversiones.

La armonización de los sistemas de garantía de inversiones no ha resultado ser una cuestión sencilla, por lo que, de haberse intentado incluir en la Directiva de servicios de inversión, se hubiera demorado aún más su aprobación, perpetuándose con ella la desigualdad existente entre bancos y empresas de inversión. Es por ello que se ha considerado

¹ Sobre la DSI, pueden consultarse, en general, los trabajos de HERRÁNDEZ GARCÍA, en AA.VV. *Mercado de Valores y Mercado Financiero Unico. Perspectivas del Sistema Financiero*, vol. 49, Madrid, 1993, págs. 1 y ss.; FERRAZ DE PASQUAN, *CMLC*, vol. 31, 1994, págs. 1283 y ss.; SERRAS, *AG*, 1993, págs. 350 y ss.; TARRA HERRERA, *A. I. RDZC*, vol. 52, 1993, págs. 1185 y ss.

oportuno tratar las complejas y variadas cuestiones que suscita un sistema de garantía de inversiones en el contexto de una Directiva separada⁴.

En este comentario comenzaremos nuestro análisis por realizar una aproximación general al debate teórico sobre la oportunidad de un sistema de garantía de inversiones para el mercado de valores. Con ello se persigue llevar a cabo una reevaluación crítica de los fundamentos que se ofrecen para justificar su existencia. Una vez expuestos los rasgos generales de este debate teórico, nos ceñiremos al Derecho positivo al objeto de identificar los objetivos del Fondo de Garantía de Inversiones (FGI), tal y como se desprende del texto de la Propuesta de Directiva como del Proyecto de Ley de Reforma de la LMV objeto del presente comentario. El siguiente de los aspectos que será objeto de estudio su refiere a los aspectos institucionales y, más concretamente, los relativos a los perfiles característicos del propio FGI y de su Sociedad Gestora, sin olvidar el análisis de cómo juega la supervisión por parte de la CNMV.

El estudio de los presupuestos de aplicación de la garantía constituye, sin duda, uno de los elementos más importantes del precepto comentado, por lo que nos detendremos en el examen pormenorizado de sus características objetivas, subjetivas y formales.

Otra de las cuestiones más destacadas se refiere al régimen jurídico de la obligación de garantía prestada por el FGI, por lo que analizaremos pormenorizadamente sus diferentes elementos.

Por último, haremos una breve referencia a los diferentes procedimientos de información a los inversores que se arbitran en torno al FGI.

A lo largo del comentario de estas diferentes cuestiones realizaremos un estudio en paralelo de la Propuesta modificada de Directiva y del Proyecto de Ley de Reforma de la LMV, poniendo también de relieve algunas soluciones ofrecidas en el Derecho comparado, especialmente en los ordenamientos norteamericano y británico, que cuentan con los sistemas más desarrollados en este sentido⁵.

⁴ Véase LONCHICKA, *RFPI*, 1984, pág. 17.

⁵ Sobre el establecimiento en 1970 de la «Securities Investor Protection Corporation» (SIPC) en los EE.UU., nos remitimos a los estudios de CHAPMAN, *Colum. J. L. & Soc. Probs.*, vol. 19, 1985, págs. 69 y ss. y BARNHARTMAN y SALCITO, *U. Colo. L. Rev.*, vol. 54, 1983, págs. 161 y ss.; para un análisis práctico del funcionamiento del SIPC en un caso concreto, puede verse el estudio de BAUMANN, *Sec. Reg. L. J.*, vol. 13, 1985, págs. 48 y ss.

II. LINEAS GENERALES EN TORNO AL DEBATE TEORICO SOBRE LA OPORTUNIDAD DE UN SISTEMA DE GARANTIA DE INVERSIONES EN EL MERCADO DE VALORES

Se ha dicho por algún autor que la Directiva de servicios de inversión, en la que tienen su origen los sistemas de garantía de inversiones, surge, entre otras cosas, de la necesidad de proteger al inversor y a los restantes participantes en el mercado de valores, así como de la necesaria tutela del sistema financiero en su conjunto⁴. Pues bien, en este apartado inicial nos proponemos examinar el debate teórico existente en torno a la oportunidad de un sistema de garantía de inversiones para los mercados de valores. Con este análisis general de los argumentos de *policy* sobre la institución, perseguimos determinar en qué medida los principales objetivos de la Directiva 93/22/CBE se ven reforzados o no. Y es que no podemos olvidar que los sistemas de garantía de inversiones se encuadran necesariamente dentro de estos grandes objetivos de la consecución del denominado «Mercado Único de Valores» (véase Exposición de Motivos del Proyecto de Reforma de la LMV), presidido por el afán de dotar al mismo de una mayor competitividad y eficiencia.

Para ello, comenzaremos poniendo de manifiesto las diferencias estructurales existentes en la regulación de bancos y empresas de inversión, para analizar posteriormente los diferentes objetivos de la regulación y las diversas técnicas normativas empleadas⁵.

1. CONTENIDOS DEL DEBATE TEÓRICO: CONSECUENCIAS ESTRUCTURALES DE LAS DIFERENCIAS EXISTENTES ENTRE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EMPRESAS DE INVERSIÓN

Como es sabido, y dentro de la normativa comunitaria sobre entidades de crédito y de mercados de valores, el legislador comunitario ha venido adoptando un conjunto de disposiciones normativas diferenciadas. No obstante, las Directivas no ponen siempre de manifiesto esta sencilla diferenciación entre entidades de crédito y empresas de inver-

⁴ FERRARINI, *CMJR*, vol. 31, 1994, págs. 1284-1285.

⁵ Para ello nos hemos apoyado en buena medida en el excelente trabajo de DALE, *JBL*, vol. 10, 1994, págs. 394 y ss.

sión; así, la definición de actividades de crédito que ofrece la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (Directiva 89/646/CEE) incluye las actividades en materia de mercados de valores que pudieran desarrollar las entidades de crédito, mientras que la Directiva sobre Adecuación de Capital (Directiva 93/6/CEE) es de aplicación a las actividades en valores que llevarán a cabo tanto los bancos como las empresas de inversión no bancarias. El modelo normativo resultante de este solapamiento entre Directivas sobre mercados de valores y entidades de crédito tiene importantes repercusiones desde una perspectiva de estabilidad sistémica, de igualdad competitiva y de eficiencia de los mercados.

Las entidades de crédito y las empresas de inversión presentan notables diferencias estructurales que ponen de manifiesto la necesidad de dotar a cada una de un sistema normativo específico. La actividad bancaria clásica conlleva la instrumentación de préstamos y créditos a largo plazo, no susceptibles de negociación, que se mantienen en el balance de la entidad generalmente hasta su vencimiento; el principal riesgo asumido es el riesgo de crédito. Por el contrario, las empresas de inversión experimentan una rápida rotación en los activos de su cartera como consecuencia de sus actividades típicas, tales como las relacionadas con la negociación por cuenta ajena de valores negociables o el aseguramiento de ofertas públicas de valores (v. gr., emisiones, OPVs); en este caso, el principal riesgo es la depreciación que puedan experimentar los valores en cartera. Por otra parte, las empresas de inversión se valoran fundamentalmente sobre la base de su valor liquidativo, contabilizándose el valor de mercado de su cartera (*mark-to-market*), mientras que el criterio fundamental para las entidades de crédito es el de su valoración como «empresas en funcionamiento», contabilizándose sus activos sobre un principio de coste histórico. Por último, y en lo relativo a su financiación, las entidades de crédito dependen en buena medida de depósitos a la vista para lo que se refiere a sus recursos ajenos, mientras que las empresas de inversión dependen en mucha mayor medida de créditos garantizados.

Estas diferencias en las características de unas y otras tienen importantes consecuencias a la hora de delimitar la necesidad de una normativa, los objetivos de la misma y las técnicas idóneas para ello*. Aunque una parte importante de los argumentos que aquí se expondrán han sido formulados en el contexto de los sistemas de garantía de depósitos, con las lógicas reservas y limitaciones, pueden aplicarse también a los sistemas de garantía de inversiones.

* O'Neil, cit., págs. 3-5; DALL, *JBL*, vol. 10, 1994, pág. 395.

A) *Razones que justifican la normativa:
el análisis convencional*

Existe un consenso generalizado, tanto desde un punto de vista doctrinal como empírico, que las entidades de crédito son especialmente vulnerables a un proceso de «insolencia contagiosa» que, al margen de la solidez estructural de la entidad, pueda, no obstante, provocar un rápido deterioro de la misma como consecuencia de un clásico proceso de «pánico». Esta fragilidad inherente resulta tanto de la naturaleza ilíquida de sus obligaciones (los depósitos) como de la iliquidez de sus activos (préstamos y créditos comerciales), así como del hecho que los activos bancarios tienen un valor netamente inferior en un contexto liquidativo en comparación de cuando la entidad puede considerarse como una empresa en funcionamiento⁷. Al objeto de prevenir los costosos pánicos bancarios, las autoridades de cada Estado proporcionan una protección a los depositantes, bien mediante un sistema de garantía de depósitos, bien mediante otras manifestaciones de «rescate» a entidades en dificultades.

Por el contrario, en el caso de las empresas de inversión, las hipótesis justificativas clásicas de los sistemas de garantías de depósitos resultan de aplicación mucho más dudosa⁸. En primer lugar, una de estas perspectivas clásicas ha sido la de justificar el análisis sobre la base del principio general de la *protección del inversor* frente al riesgo⁹. Sin embargo, lo cierto es que la normativa sobre separación patrimonial de los activos propios de los clientes debería poder permitir resolver este problema para el caso de que se produjera la insolencia de la empresa de inversión, por lo que resulta difícil entender los fundamentos de medidas prudenciales o cautelares adicionales como las obligaciones de recursos propios mínimos¹⁰.

Como segunda de las razones esgrimidas en favor de una regulación de las empresas de inversión, se aduce la necesidad de asegurar el riesgo de *contrapartida*, puesto que, de no hacerse, podría producirse que los bancos y otras entidades que negocian con la empresa de inversión dejaran de hacerlo. En este caso reviste gran importancia regular adecuadamente los sistemas de compensación, puesto que los mismos descan-

⁷ Sobre este particular, pueden verse los importantes trabajos de Diamond y Dyreus, *J. Bus.*, vol. 59, 1985, págs. 55 y ss., y *J. Pol. Econ.*, vol. 91, 1983, págs. 401 y ss.

⁸ Dale, *cit.*, págs. 395 y ss.

⁹ LOWNICKA, *EFSL*, 1994, pág. 17.

¹⁰ Sobre la separación de patrimonios y sus implicaciones, puede verse el trabajo de SÁNCHEZ-CALERO GUILARCE, J., *BBFC*, 1995, págs. 785 y ss.

san en el principio de entrega contra pago (*delivery versus payment*); en este caso, el riesgo de contrapartida puede reducirse sustancialmente. Junto a esta observación, debe destacarse que, debido a la liquidez de sus activos, las empresas de inversión están bien posicionadas para obtener crédito bancario garantizado que no da lugar a tanto riesgo de contrapartida. Por último, debe mencionarse que resulta muy dudoso que el argumento del riesgo de contrapartida tenga la necesaria solidez para justificar esta normativa, por cuanto que existen otros medios ajenos a la regulación que permitan abordar razonablemente este problema.

El tercer y principal argumento ofrecido para justificar una regulación de las empresas de inversión es el de que, en ausencia de la misma, la insolvencia o el sobreesfuerzo reiterado y grave de sus obligaciones podría dar lugar a riesgos de naturaleza sistémica¹. Esta noción de que la insolvencia de una empresa de inversión puede tener costes sociales similares a los planteados en el caso de la crisis de un banco merece ser objeto de una mayor reflexión. Los activos de una empresa de inversión consistirán, en buena medida, en valores negociables, por lo que habrá en principio escasa diferencia entre su valor cuando la empresa siga en funcionamiento respecto de cuando la misma se encuentre en liquidación; ello da lugar a que parezca razonable pensar que una empresa de inversión puede liquidar su negocio de forma ordenada, atendiendo a sus obligaciones mediante una venta de activos a precio de mercado. En el lado del pasivo, también puede decirse que las empresas de inversión son mucho menos vulnerables que los bancos por cuanto gran parte de su financiación está garantizada, sin que pueda ser retirada a la vista, como en el caso de los depósitos bancarios. 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 entidad, que el existente para las entidades bancarias (de hecho, en el estudio empírico realizado por Onado de la reciente experiencia italiana, se pone de manifiesto que los fenómenos de orden sistémico no se han verificado de manera apreciable)².

El problema real no es tanto el de la mayor o menor vulnerabilidad de las empresas de inversión, sino el de la vulnerabilidad de los bancos en el marco de un sistema financiero caracterizado por una progresiva integración de actividades bancarias y de mercado de valores. Los bancos pueden quedar expuestos a riesgos relacionados con los mercados de valores por haber prestado a empresas de inversión, por haber nego-

¹ Este problema ha sido precisamente puesto de manifiesto en un estudio de la OCDE, *Systemic risks in securities markets*, París, 1991, pag. 15.

² Véase Onado, *cit.*, pág. 10.

ciado valores por cuenta propia o por tener una filial o participada que sea una empresa de inversión. En principio, los riesgos ligados a la financiación bancaria a empresas de inversión no pertenecientes a su grupo pueden ser objeto de tratamiento diferenciado mediante la imposición de límites de concentración de riesgos. Una vez arbitrados estos límites, no hay razones para pensar que la insolvencia de una empresa de inversión deba plantear mayores problemas a los bancos que la de cualquier otra empresa.

B) *Objetivos de la regulación*

Pues bien, si parece claro que existen muchos más argumentos que justifiquen una regulación específica de las entidades de depósito que respecto de las empresas de inversión, también es cierto que ambas tienen muy diferentes objetivos.

Así, uno de los principales objetivos del Derecho público bancario es el de prevenir la insolvencia de las entidades bancarias y posibilitar su continuidad como empresas en funcionamiento. Este último elemento viene a poner de manifiesto el hecho de que, en el caso en que un banco se viera forzado a liquidar sus activos no negociables, solamente podría hacerlo a un importante descuento, dejando con ello a los depositantes (y, en su caso, al correspondiente fondo de garantía de depósitos) expuestos a severas pérdidas. Por el contrario, de tener que afrontar dificultades y reducir su balance, una empresa de inversión siempre puede disponer de valores negociables a su valor de mercado, resultando incluso perfectamente concebible una liquidación ordenada del negocio. En otras palabras, la reducción del tamaño de la empresa de inversión, e incluso el cierre de la misma, constituyen alternativas perfectamente asumibles por el legislador.

C) *Técnicas normativas idóneas*

Puestas de manifiesto estas notables diferencias en sus objetivos normativos, los bancos y las empresas de inversión son también objeto de diferentes técnicas normativas. Mientras que ambas clases de entidades deben reunir unos determinados niveles de recursos propios, el acento se pone para las entidades bancarias en la solvencia, mientras que, para las empresas de inversión, se pone en la liquidez.

Por otra parte, la supervisión en base consolidada reviste un carácter fundamental para los organismos de supervisión responsables de las entidades bancarias, mientras que es ésta una cuestión mucho menos importante en el caso de las empresas de inversión, por considerarse las

mismas mucho menos vulnerables a un proceso de contagio o «gangrena» de su matriz u otra entidad perteneciente al mismo grupo.

Por último, como quiera que los bancos son inherentemente ilíquidos, tienen acceso a un «prestamista de última instancia» (*lender of last resort*), v. gr., el Banco central, mientras que las empresas de inversión no precisan de ello por cuanto que pueden normalmente negociar, de un modo ordenado, una salida a la crisis planteada.

2. TESIS CONTRARIAS A LOS SISTEMAS DE GARANTÍA DE INVERSIONES

Si teníamos antes ocasión de constatar cómo la abundante doctrina económica y jurídica existente en torno a los sistemas de garantía de depósitos es de aplicación muy relativa a las empresas de inversión por las diferencias estructurales que presentan ambos tipos de entidades, no es menos cierto que han surgido más recientemente nuevas propuestas que contradicen las hipótesis convencionales¹³.

En primer lugar, se ha objetado que este tipo de sistema de garantía tiende a minar gravemente la disciplina de mercado, restando a los depositantes una gran parte del incentivo para controlar dónde colocan sus ahorros (*moral hazard*). En efecto, al gozar de la protección que les proporciona un sistema de garantía, los inversores pueden tener cierta tendencia a confiar sus ahorros en empresas menos prudentes y más proclives a la especulación¹⁴. Esta objeción plantea un problema real¹⁵; se trata, por tanto, de adoptar una solución normativa que promueva el incentivo de los inversores de velar en alguna medida por sí mismos por los riesgos que rodean a los ahorros que encomiendan a una empresa de inversión. Por ello, tanto el legislador nacional como el comunitario, persiguen minimizar este tipo de conducta, propensa al riesgo, introduciendo limitaciones sobre el importe garantizado o que cabe reclamarse de otra forma a la Administración Pública y un principio de garantía compartida.

En segundo lugar, se ha adelantado la hipótesis de que los sistemas de garantía distorsionan la estructura competitiva de los mercados, por cuanto que constituyen, de hecho, una subvención encubierta a las em-

¹³ PAGE y FERGUSON, págs. 771 y ss.

¹⁴ Para una exposición de los argumentos contrarios a esta tesis, véase GARTEN, *Yale J. Reg.*, vol. 4, 1986, págs. 129 y ss.; criticando la postura de GARTEN, puede verse MACEY y MILLER, cit., pág. 27; crítica que reiteran en *Stan. L. Rev.*, vol. 45, 1992, págs. 305 y ss.

¹⁵ En relación con la Directiva sobre garantía de depósitos y el principio de «co-garantía», véase MCKENZIE y KHALIDI, *J. Comm. Mkt. Stud.*, vol. 32/2, 1994, págs. 178 y ss.

presas especuladoras y de escasa solvencia por parte de las sólidas y prudentes (*cross-subsidy*). Este argumento suele contrarrestarse aduciendo que las empresas sólidas también resultan beneficiadas por un sistema de garantía, por cuanto que ello refuerza la confianza de los inversores en los mercados de valores y en el funcionamiento de los intermediarios.

Por último, y sin pretender con ello agotar las tesis contrarias a estos sistemas, existen otras líneas de argumentación que sustentan sus objeciones en los fundamentos mismos del sistema. Así, en su tesis del «contrato normativo» (*regulatory contract*), MACEY y MILLER han defendido el argumento por el cual sostienen que los únicos realmente beneficiados por los sistemas de garantía son los bancos y las empresas de inversión¹⁸. En efecto, en el marco de las teorías económicas de la legislación (*interest groups legislation theory*), estos autores han sostenido que estos sistemas reducen drásticamente los costes operativos en que incurriría una empresa de inversión de no contar con el respaldo público que los mismos representan. Lo cierto es que si se hiciera un análisis de los costes que realmente representan estos sistemas para inversores y contribuyentes, podría constatarse que son muy superiores a sus beneficios reales. Ahora bien, como quiera que el conjunto difuso de los ciudadanos se percibe a sí mismo como potencial beneficiario del sistema sin ser realmente consciente de su coste, y tiene, además, un peso político netamente inferior al de los grupos de presión que representan a los bancos y empresas de inversión, ello explica que nadie llega a poner en duda el sistema: en consecuencia, puede decirse que éste cuenta con el apoyo generalizado cuantitativo que beneficia realmente a un colectivo mucho más reducido. Por todas estas razones, MACEY y MILLER proponen una supresión gradual de los sistemas de garantía de depósitos e inversiones.

3. CONCLUSIONES

Iniciábamos este apartado con una referencia a la necesidad de conciliar los grandes objetivos diseñados por el legislador comunitario para los mercados de servicios financieros con las consecuencias que conlleva la adopción de un sistema de garantía de inversiones.

Desde una perspectiva estructural de igualdad competitiva (*level playing field*), la consagración en la Europa comunitaria del modelo de banca universal y la consiguiente coexistencia de bancos y empresas de in-

¹⁸ Véase MACEY y MILLER, *Colomb. L. Rev.*, vol. 88, 1988, pág. 1153, más recientemente, puede consultarse MACEY y MILLER, *Deposit insurance, the regulatory contract...*, págs. 31 y ss.

versión en las actividades relacionadas con la intermediación mobiliaria, conlleva la necesidad de que la regulación de las empresas de inversión no coloque a éstas en una situación de desventaja frente a los bancos. Ahora bien, ello en modo alguno justifica trasplantar mecánicamente las construcciones y categorías de los sistemas de garantía de depósitos a los de garantía de inversiones.

Por último, no cabe duda de que la alusión a la realidad del fraude en los mercados de valores es una muestra inequívoca de las limitaciones normativas con que se encuentra todo legislador y del convencimiento, no obstante, que se trata de una manifestación perjudicial para la consecución de los objetivos previstos. Como se ponía de manifiesto en un Informe Anual de la CNMV, «ni los más sofisticados sistemas de seguimiento y supervisión pueden evitar que en algún momento aparezcan prácticas irregulares, fraudulentas o irresponsables que causan perjuicio económico directo y a veces irreparable a los inversores»¹⁷; en similares términos se expresa la Propuesta de Directiva comunitaria relativa a los sistemas de garantía de inversiones al afirmar que «... ningún sistema de supervisión puede ofrecer una garantía completa, particularmente en el caso de que se cometan fraudes». Por tanto, debe tenerse muy presente que una gran parte de los problemas que se pretenden atajar mediante los sistemas de garantía de inversiones son esencialmente los derivados del fraude, lo que planteará, sin duda, interesantes problemas de concurrencia con tipos penales de apropiación indebida y estafa, así como las implicaciones derivadas de la prejudicialidad penal. Asimismo, ello obliga a recalcar la importancia de las medidas dirigidas a prevenir su ocurrencia; frente a las normas de supervisión prudencial o cautelar (*controllo di stabilità*), se hace indispensable reforzar la supervisión de conducta (*controllo di correttezza*) y, en especial, entendemos que las reglas sobre separación de patrimonios deben ser rigurosamente respetadas¹⁸.

Mucho menos convincentes parecen, por el contrario, aquellos argumentos relacionados con el riesgo sistémico derivado de la insolvencia de una empresa de inversión o los relacionados con el riesgo de contrapartida. Si bien se trata de argumentos claramente aplicables a la insolvencia de las entidades bancarias y otras entidades de depósito, creemos haber puesto de manifiesto cómo su aplicación a las empresas de inversión resulta mucho menos convincente, por lo que mantenemos serias dudas tanto respecto a su fundamentación teórica como en cuanto a la

¹⁷ COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe Anual 1992*, Madrid, 1993, pág. 226.

¹⁸ Véase ONADO, cit.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *BBTC*, 1995, págs. 786-787.

posibilidad real de establecer un nivel óptimo de contribuciones que deban establecerse para la financiación del FGI¹⁵.

A pesar de todo ello, existe hoy la creencia generalizada de que los sistemas de garantía de inversiones constituyen «una parte esencial de todo sistema de protección del inversor»¹⁶. Se trata, asimismo, de una necesidad al objeto de garantizar la igualdad competitiva de empresas de inversión con entidades de crédito en los mercados de valores. Pues bien, de esta filosofía participa el legislador comunitario y, de la misma forma, encontramos su permanente reflejo en el Proyecto de Reforma de la LMV que somete el Gobierno a la aprobación de las Cámaras.

III. OBJETIVOS DEL FGI

Como parece lógico, los objetivos asignados normativamente a un sistema de garantía de inversiones son un fiel reflejo de una determinada concepción teórica sobre los fundamentos del mismo. Es por ello que, en una primera instancia, la identificación de los mismos nos permitirá precisar la concepción que ha imperado en el legislador. Pero, además, la delimitación de objetivos tiene una importancia trascendental a la hora de delimitar las funciones del FGI.

Así, a modo de introducción, reviste, por ejemplo, indudable interés el examen de los trabajos parlamentarios que dieron lugar en los EE.UU. a la aprobación del SIPA (*Securities Investor Protection Act*) de 1970. En su Exposición de Motivos se ponía de manifiesto cómo los cuatro principales objetivos eran los siguientes [en H. R. Doc. No. 1218, 91st Cong., 2d. Sess. 4 (1970) (Senate Report)]:

- 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 supone para la clientela las conductas fraudulentas que generan pérdidas.

¹⁵ En el mismo sentido, ADAMS, *EFSL*, octubre 1995, pág. 259.

¹⁶ Véase SECURITIES AND INVESTMENT BOARD, *Regulation of investment business: the New Framework*, Londres, 1985, párrafo 1.34.

Como puede apreciarse, existe aquí una combinación de aspectos sistémicos con otros relativos a la protección individual de los posibles inversores afectados, así como con otros relacionados con la conveniencia de lograr un incremento en la responsabilidad colectiva de los intermediarios. Este último aspecto es, a nuestro juicio, el más discutible, por cuanto que no está empíricamente demostrado y resulta ciertamente dudoso que el establecimiento de un sistema de garantía de inversiones contribuya a alcanzar este objetivo.

Por su parte, la Propuesta modificada de Directiva parte de la base de que, con la introducción de un sistema de garantía de inversiones en el ordenamiento, podrá alcanzarse un doble objetivo (véase Considerando 3.º, Exposición de Motivos, Propuesta modificada de Directiva relativa a los sistemas de garantía de inversiones):

- la protección de los inversores, y
- el mantenimiento de la confianza en los mercados de valores.

Partiendo de este doble objetivo, el riesgo de menoscabo de los derechos de los inversores en relación con fondos e instrumentos que hubieran confiado a la empresa de inversión se pone en relación directa con la imposibilidad de que ningún sistema de normas prudenciales pueda evitar la comisión de fraudes, que acaben impidiendo a la empresa de inversión que pueda cumplir con sus obligaciones. El fraude está, pues, en la base de los sistemas de garantía para empresas relacionadas con los mercados de valores; este factor, por ejemplo, desempeña un papel central en los trabajos parlamentarios que condujeron en los EE.UU. a la aprobación del SIPA (véase S. Rep. No. 1218, 91st Cong., 2d Sess., 1970; tiene también indudable interés un estudio por la SEC, en el año 1967, sobre las diferentes conductas fraudulentas de las casas de *brokers* y *dealers*)²¹.

A partir de aquí, el sistema de protección se diseña sobre la base de principios de protección mínima y protección residual.

En cuanto al primero de estos principios, tiene una doble proyección. Por una parte, se proyecta cuantitativamente desde el momento en que no pretende compensar en su integridad la pérdida que hubiera podido ocasionarse («... nivel mínimo de garantía...»). Por otra parte, se proyecta cualitativamente, puesto que se orienta fundamentalmente al llamado pequeño inversor. Las referencias al pequeño inversor en la Propuesta de Directiva son constantes; así, en los Considerandos 6

²¹ Véase SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Study of Unsafe and Unsound Practices of Brokers and Dealers*, H. R. Doc. No. 231, 90 Cong., 1st Sess. (1967); finalmente, para un análisis pormenorizado de la evolución histórica de esta normativa, nos remitimos al trabajo de BLOOMENTHAL y SALCITO, cit., págs. 164-167.

(«... cuando menos al pequeño inversor...»), 10 («... de forma que el pequeño inversor...»), 18 («... para proteger los intereses del pequeño inversor...») y 22 («... nivel mínimo de protección a los pequeños inversores...»); este concepto engloba a las pequeñas y medianas empresas (véase Considerando 22) y descansa en la convicción de que son éstos quienes «... necesitan más protección...».

En cuanto al carácter residual del sistema, significa que el funcionamiento del mismo se estructura, como siempre, accesorio a una adecuada administración de la normativa prudencial.

¿Cuáles son los objetivos previstos por el legislador español para el FGI?

El artículo 77.1 del Proyecto comentado subraya que la creación del FGI tiene por finalidad «cubrir el perjuicio sufrido por los inversores...». Del tenor literal de este precepto se pone de manifiesto que el objetivo prevalente es el de la protección individual del inversor, sin que puedan constatarse, al menos de un modo expreso, preocupaciones de tipo sistémico.

Pues bien, ello contrasta muy llamativamente con los objetivos previstos por nuestro ordenamiento para el Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios (FGD). Así, el artículo 1.2 del RD-L 4/1980, de 28 de marzo, por el que se dota de personalidad jurídica al Fondo de Garantía de Depósitos y se establecen otras medidas complementarias, prevé una doble finalidad para el mismo²¹:

- garantizar los depósitos, y
- llevar a cabo cuantas actuaciones sean necesarias para reforzar la solvencia y funcionamiento de los bancos.

De esta forma, el legislador añade a la función de garantía de los depósitos un segundo objetivo, que es el de impedir que los bancos puedan deslizarse hacia la insolvencia, objetivos ambos que pueden considerarse como complementarios²². A partir de 1980, la experiencia acumulada fue poniendo de manifiesto el carácter netamente prevalente del segundo elemento, por lo que la naturaleza preventiva y de saneamiento de las funciones del FGD deviene especialmente importante. En buena medida, ello también explica que se regule con un mayor detalle el procedimiento para el desempeño de la función preventiva mediante la solución consistente en la suscripción de una ampliación de capital de la entidad en dificultades por parte de la «Corporación Ban-

²² Sobre los fines u objetivos del FGD, pueden verse FRANCH I SAGUER, cit., págs. 367 y ss., y JIMÉNEZ-BLANCO, cit., págs. 193 y ss.

²¹ SÁNCHEZ-CALERO, *RDBB*, vol. 1, 1981, pág. 34.

caria, S. A.», así como de su gestión. Quiere con ello decirse que la tutela de los depositantes y el mantenimiento de la confianza en el sistema financiero se traduce, no sólo en una garantía cuantitativa de los depósitos hasta un montante determinado, sino que se considera también como un elemento esencial el mantenimiento de la entidad²⁴.

Esta finalidad preventiva o de mantenimiento de la solvencia y funcionamiento de la empresa en dificultades brilla completamente por su ausencia en el Título VI del Proyecto de Reforma de la LMV. La creación del FGI queda limitada a una sola finalidad: *cubrir los riesgos derivados de la no restitución o reembolso por una empresa de inversión de efectivo y valores, garantizando una cobertura mínima*. Ni se pretende reflotar temporalmente a la empresa de inversión en situación de insolvencia, ni se contemplan los mecanismos necesarios para reforzar su solvencia.

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»²⁵, 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. Como ya se ha examinado anteriormente en este comentario (véase *supra*, art. 74), la nueva redacción que proyecta darse al artículo 74 de la LMV reserva el papel de interventores, en la suspensión de pagos, y comisario y depositario, en la quiebra, al personal técnico de la CNMV o a las personas que este organismo designara. En este sentido, y con buen criterio, el legislador reserva a la CNMV el protagonismo central en la gestión del procedimiento de insolvencia por el que deba atravesar la entidad.

IV. ASPECTOS INSTITUCIONALES

El artículo 77.2 del Proyecto de Reforma de la LMV ha venido a diseñar el sistema de garantía de inversiones sobre la base de la creación

²⁴ Para una reciente perspectiva del carácter prevalente del objetivo de «salvamento» en el Derecho de la crisis de las entidades bancarias, con especial referencia al caso del Banco Español de Crédito, véase GARCÍA DE ENTERRÍA, *RDBB*, núm. 55, págs. 569 y ss.

²⁵ DE LA CUESTA RUTE, «Repercusión de la crisis...», en AA.VV., *Contratos bancarios* (Eds. R. GARCÍA VILLAVARDE y R. BONARDELL LOZANO), Madrid, 1992, pág. 979; más recientemente, puede verse DE LA CUESTA RUTE, «El Fondo de Garantía de Depósitos», en AA.VV., *El Derecho del mercado financiero* (Dir. A. ALONSO UREBA y J. MARTÍNEZ-SIMANCIAS), t. I, vol. 2, Madrid, 1994, págs. 259-262.

de uno o varios Fondos de Garantía, constituidos como patrimonios separados y desprovistos de personalidad jurídica, y de una o varias Sociedades Gestoras que tienen encomendada la representación y gestión de dichos Fondos.

Pues bien, en las líneas que siguen profundizaremos en algunos de sus aspectos más destacados.

I. EL FGI: CONCEPTO

Como ya mencionábamos, el artículo 77.2 del Proyecto de Reforma de la LMV establece que los Fondos se constituirán como «patrimonios separados, sin personalidad jurídica».

Como es sabido, en nuestro Derecho privado se habla de patrimonio separado con referencia a una masa patrimonial que, en ciertos aspectos, viene sujeta a un régimen legal distinto al que se establece para el patrimonio general de la persona; en este contexto confluyen en una misma persona dos o más patrimonios, uno de los cuales se denomina separado cuando en interés de determinada finalidad o razón venga sujeto a una ordenación especial dirigida a la consecución de este fin. Estas finalidades o razones pueden deberse al distinto régimen de responsabilidad por deudas, a la especialidad de las formas de gestión y administración o a la concurrencia de intereses encontrados.

Pues bien, la adscripción de una masa patrimonial a un determinado fin, que origina el patrimonio separado, supone concretar sobre la misma un conjunto de relaciones jurídicas pasivas, que a veces solamente pueden hacerse efectivas sobre el patrimonio separado; en consecuencia, el principio de la responsabilidad patrimonial universal, *ex* artículo 1.911 del CC, experimenta aquí una mitigación o derogación, y dada esta peculiar incidencia de los patrimonios separados en el principio de seguridad en el tráfico, debe admitirse que sólo la Ley tiene virtualidad para crear un patrimonio separado. Este es precisamente nuestro caso, con el establecimiento expreso del carácter separado del FGI.

Por otra parte, el patrimonio tiene sus propias fuentes de adquisición de nuevos bienes en aplicación del principio de la subrogación real, pues entrará a formar parte del mismo todo lo adquirido en virtud de un derecho perteneciente al patrimonio separado o en virtud de un negocio jurídico perteneciente a dicho patrimonio. Concretamente, y como tendremos ocasión de ver más adelante, el apartado 7 del artículo 77 del Proyecto viene a establecer precisamente la subrogación del Fondo en los derechos que los inversores ostenten frente a la empresa de inversión, una vez hecha efectiva la garantía.

La ausencia de personalidad jurídica del FGI es consustancial con su caracterización como masa patrimonial afecta a una finalidad y con la creación de una Sociedad Gestora a quien se encomienda su representación y gestión.

Por último, merece alguna reflexión la novedad introducida por el Proyecto de Ley en relación al Anteproyecto y los borradores previos sobre la posibilidad de creación de uno o *varios* Fondos, posibilidad ésta no obstante supeditada al correspondiente desarrollo reglamentario. Si bien se trata de una previsión normativa que aporta en principio mayor flexibilidad, no se nos antoja una solución acertada. En primer lugar, no se alcanza bien a ver las razones o criterios que podrían sustentar la creación de diferentes Fondos; ni los diferentes tipos de empresas de inversión existentes, ni la diversidad de valores negociados o de mercados, parecen aportar justificación alguna para la creación de varios Fondos. En segundo lugar, debe tenerse en cuenta que los sistemas de información de que dispone la CNMV, junto con las salvaguardas evidentes derivadas del bloque de normas prudenciales (p. ej., coeficientes de solvencia y liquidez, limitaciones sobre concentración de riesgos, etc.) y de normas de conducta, hacen que los supuestos en los que vaya a operar un FGI deban considerarse excepcionales o residuales; por ello, parece difícilmente justificable crear una pluralidad de estructuras administrativas e institucionales, con el coste evidente que ello conlleva, cuando un solo Fondo permite atender sobradamente 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.

2. LA SOCIEDAD GESTORA DEL FGI

Para el ejercicio de las relaciones jurídicas activas o pasivas, el patrimonio separado cuenta con el correspondiente órgano de actuación, que es quien administra el propio patrimonio. Pues bien, como quiera que los Fondos se constituyen como patrimonios separados, «sin personalidad jurídica», se hace necesario suplementar este diseño con una estructura institucional que tenga, como principal cometido, la representación, gestión y administración del mismo.

A) *Concepto*

La Sociedad Gestora revestirá la forma de sociedad anónima, «... cuyo capital se distribuirá entre las empresas de servicios de inversión ad-

heridas en la misma proporción en que efectúen sus aportaciones a sus respectivos Fondos». Este precepto es de difícil comprensión por cuanto que las aportaciones al FGI de las empresas de inversión adheridas son, por naturaleza, variables y en función de los criterios que se examinarán más adelante. El tenor literal del precepto parece querer decir que el capital social de cada Sociedad Gestora tendría que estar ajustándose anualmente para reflejar las variaciones en las respectivas aportaciones realizadas por sus socios, resultando para ello de aplicación lo establecido por el artículo 48 de la LMV para las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores (véase también art. 10 del RD 726/1989, para las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores).

A nuestro juicio, lo que es realmente variable son las aportaciones periódicas de las empresas al FGI, pero no la participación en el capital social de la Sociedad Gestora. El capital social de ésta debe ser suficiente para financiar los gastos operativos de dicha entidad, cuya principal misión es la de administrar la masa patrimonial existente en el Fondo y determinar, en los casos en que se reúnan todos los presupuestos legales establecidos, cuándo será de aplicación la cobertura prevista por el sistema de garantía.

B) *Competencias*

Como quiera que los FGI que en su momento puedan crearse carecen de personalidad jurídica, la primera de las competencias atribuidas por el artículo 77.2 del Proyecto de Reforma de la LMV es la representación del Fondo, es decir, posibilitar la actuación jurídica de éste, exteriorizando una voluntad susceptible de producir efectos jurídicos. Respecto al ámbito de esta representación, la misma alcanza en principio a todos los actos jurídicos de carácter negocial que estén comprendidos dentro de las funciones que la ley encomienda al Fondo, así como a su régimen de funcionamiento.

La siguiente de las funciones principales que tiene encomendadas la Sociedad Gestora es la gestión del FGI. Ello comprende funciones tan variadas como la inversión de los recursos que integren el patrimonio del Fondo y la administración y recaudo de las cuotas periódicas aportadas por las empresas adheridas. Asimismo, en el caso en el que se den los presupuestos legales que determinarán la puesta en marcha del sistema de garantía, corresponde a la Sociedad la determinación del importe de la garantía correspondiente a cada inversor, de los inversores excluidos de la misma y el pago en plazo a aquellos que tengan derecho a ello.

Por último, debe mencionarse que, para el supuesto de quiebra de la empresa de inversión, el Anteproyecto inicial recogía que la Sociedad

Gestora tiene el derecho a proponer al Juez el nombramiento de al menos uno de los síndicos, una vez que el FGI haya satisfecho sus indemnizaciones (art. 76.2).

C) *Administración y gerencia*

El artículo 77.4 determina que la forma de administración de la Sociedad Gestora será un Consejo de Administración, sin que se haya determinado el número de vocales, ni el sistema de nombramiento de los mismos, por lo que debe entenderse que resultarán de aplicación los principios generales, sin perjuicio del posterior desarrollo reglamentario. Únicamente está previsto el nombramiento de un vocal en representación de la CNMV, que tendrá voz pero no voto, y que velará por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad del Fondo.

Asimismo, y en cuanto a la gerencia, se recoge la figura de un Director General, cuyo nombramiento deberá ser previamente aprobado por la CNMV.

3. SUPERVISIÓN POR LA CNMV

Con la finalidad de velar por «el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad del Fondo» y de «sus fines propios» en el interés público, el Proyecto comentado otorga a la CNMV amplias facultades de supervisión y control sobre el funcionamiento y proceso de toma de decisiones de la Sociedad Gestora, facultades que se reiteran, a su vez, en el principio general de sujeción de los FGI al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en la LMV a cargo de la CNMV [véase nueva redacción del art. 84.1.f) de la LMV].

Estas amplias facultades de supervisión que tiene la CNMV se proyectan en los ámbitos siguientes:

- *configuración societaria*: los estatutos sociales y sus modificaciones requerirán la aprobación previa de la CNMV;
- *necesidades presupuestarias*: los presupuestos de la Sociedad Gestora, así como el presupuesto que la misma elabore para el FGI, requerirán la aprobación previa de la CNMV, y
- *administración y personal*: el nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director General requerirán la previa aprobación de la CNMV, quien contará a su vez con un representante, con voz y sin voto, quien velará por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad del Fondo.

Un rápido examen del Derecho comparado nos permite concluir que las estructuras adoptadas son muy similares, por no decir idénticas, a las que se prevén en el Proyecto comentado. Así, en los EE.UU., la SEC goza de amplios poderes de supervisión sobre el funcionamiento de la SIPC, quien puede vetar cualquier propuesta o iniciativa que adopte la SIPC, así como obligar a la misma a informar sobre cualesquiera aspectos que considere oportunos. Asimismo, la SIPC debe publicar y remitir un informe anual sobre sus actividades a la SEC, que los remite a su vez al Congreso, así como al propio Presidente, con los comentarios y anotaciones que juzgue pertinentes. Por su parte, el «Investors Compensation Scheme», establecido en 1988 en el Reino Unido, está sujeto a la supervisión permanente del SIB, que nombra a la mayoría de los vocales de su Consejo de Administración y establece las normas de funcionamiento del sistema de garantía.

V. ADHESION AL FGI

Corresponde examinar en este apartado los diferentes aspectos relativos a la adhesión a los FGI y, en especial, aquellos referentes a su fundamento, principios configuradores y consecuencias financieras de dicha adhesión.

1. PRINCIPIOS CONFIGURADORES DE LA ADHESIÓN AL FGI

El sistema de adhesión al FGI está presidido por un principio general de trascendental importancia: la adhesión obligatoria de todas aquellas entidades que puedan ser legalmente conceptuadas como empresas de inversión. A partir de aquí se perfilan una serie de principios accesorios de menor relevancia, que pasamos a analizar.

A) *Principio general: la adhesión obligatoria*

El principio general de adhesión obligatoria a un sistema de garantía de inversiones viene inequívocamente establecido por el artículo 2.1 de la Propuesta de Directiva («la adhesión de una empresa al menos a uno de los sistemas vigentes es requisito previo indispensable para poder desarrollar la actividad»). Por tanto, los Estados miembros tienen el mandato de transponer a su ordenamiento interno un siste-

ma de garantía en el cual *todas* las empresas de inversión que reciban la autorización única establecida por la Directiva 93/22/CEE, sobre servicios de inversión, vengán obligadas a participar en un sistema de esta naturaleza.

A su vez, la Propuesta de Directiva ha previsto un sistema de excepciones, exenciones y supuestos opcionales.

En cuanto a las excepciones, el artículo 5.3 de la Propuesta de Directiva contempla el supuesto de que «en aquellos casos en los cuales lo permita la legislación nacional y con el acuerdo explícito de las autoridades competentes que hayan concedido la aprobación, una empresa de inversión excluida de un sistema de garantía de inversiones podrá proseguir sus actividades si, antes de su exclusión, ha tomado medidas de garantía alternativas que garantizan una cobertura al menos equivalente».

Por otra parte, y en cuanto a las exenciones, el artículo 2.1, párrafo segundo, de la Propuesta de Directiva, recoge la posibilidad de excluir a entidades de crédito en aquellos casos en los que dichas entidades estén a su vez exentas de participar en un sistema de garantía de depósitos en virtud del artículo 3.1 de la Directiva 94/19/CEE.

Finalmente, y en cuanto a los supuestos opcionales, se abordan las situaciones derivadas de entidades de crédito que pertenezcan ya a un sistema de garantía de depósitos; en estos casos, el problema central planteado es el de distinguir entre depósitos contemplados en la Directiva 94/19/CEE y los fondos captados por las empresas de inversión de los inversores. En estos casos, el criterio es el de dejar a cada Estado miembro la opción de determinar a qué sistema de garantía debe pertenecer cada entidad (Considerando 16 de la Propuesta modificada de DSI).

Pues bien, nuestro legislador ha recogido inequívocamente este principio general de adhesión obligatoria al sistema de garantía de inversiones en el artículo 77.5 del Proyecto al establecer que «deberán adherirse a los FGI todas las empresas de servicios de inversión españolas...». No se han previsto excepciones, exenciones y opciones de ningún tipo a este principio general.

B) *Coexistencia de pluralidad de sistemas de garantía en un mismo Estado miembro*

La Propuesta de Directiva ha dejado abierta la puerta a que los Estados miembros establezcan y reconozcan oficialmente uno o varios sistemas de garantía de inversiones (art. 2.1 y Considerando 14), especialmente por el hecho de que algunos de ellos tienen ya sistemas administrados bajo la responsabilidad de organismos profesionales autorregulados (Considerando 23). El único requisito para que una

empresa de inversión pueda llevar a cabo su actividad es el de que sea miembro de al menos uno de dichos sistemas.

C) *Criterios de pertenencia a un sistema de garantía*

Visto que el ejercicio de la actividad por la empresa de inversión está condicionado a la pertenencia a un sistema de garantía de inversiones, es preciso delimitar los criterios de pertenencia a un sistema.

Con carácter general, y por aplicación del principio de supervisión por el Estado miembro de origen (*home country control*), entendemos que la empresa de inversión debe estar adherida al sistema/s de garantía reconocido oficialmente en el Estado miembro que concede la autorización; por lo demás, se trata éste del principio fundamental consagrado por la Directiva 93/22, sobre servicios de inversión, sin perjuicio de que corresponde al Estado miembro de acogida la supervisión de conducta por los servicios de inversión prestados en su Estado (véase art. 11.2 de la Directiva 93/22/CEE). Ello no quiere decir que el tema esté exento de polémica; en efecto, si parece absolutamente razonable que sea el sistema de garantía del Estado miembro de origen el que responda cuando la insolvencia de la empresa sea el resultado de algún aspecto de su actividad que corresponda supervisar a dicho Estado, resulta menos evidente que en aquellos casos en los que la insolvencia sea el resultado de infracciones de las normas de conducta en el Estado de acogida, no deba ser al sistema de garantía de este Estado al que corresponda prestar la oportuna cobertura²⁶. Como quiera que arbitrar un sistema compartido plantea dificultades insalvables, el legislador comunitario ha optado por una solución pragmática de hacer íntegramente responsable al Estado miembro de origen.

Una de las cuestiones más interesantes que se plantea en este contexto es el derivado del principio del «nivel mínimo armonizado de indemnización» (Considerando 18 de la Propuesta de Directiva), así como del convencimiento del legislador comunitario de que no sería apropiado exigir de los Estados miembros con niveles de cobertura superiores que redujeran los mismos (Considerando 20 de la Propuesta de Directiva). Todo ello puede conducir a que se produzcan disparidades en las indemnizaciones, así como a condiciones de competencia desiguales, con las consiguientes distorsiones que ello pudiera generar.

Para tratar de salir al paso de este problema, el legislador comunitario ha previsto la posibilidad de que «cuando el nivel, el alcance o el porcentaje de cobertura ofrecidos por el sistema de garantía del Estado

²⁶ LOMNICKA, *EFSL*, 1994, pág. 17.

miembro de acogida sean superiores al nivel o al alcance de la cobertura proporcionada en el Estado miembro en el que esté autorizada la empresa de inversión, el Estado miembro de acogida velará porque en su territorio exista un sistema de garantía de inversiones, reconocido oficialmente, al que pueda acogerse voluntariamente una sucursal, con el fin de completar la garantía de que ya disfruten sus inversores en virtud de su pertenencia al sistema del Estado miembro de origen» (art. 7.1, apartado segundo, de la Propuesta de Directiva).

Quiere esto decir, en definitiva, que la adhesión opcional de una sucursal al sistema del Estado miembro de acogida es complementaria o adicional a su pertenencia al sistema del Estado miembro de origen. En todo caso, esta adhesión deberá estar supeditada al cumplimiento de condiciones objetivas para el ingreso, así como al cumplimiento de las obligaciones derivadas de dicho ingreso, incluido el pago de cualesquiera contribuciones y demás cargas. Para la aplicación de estos principios, los Estados miembros deberán seguir los principios rectores proporcionados en el Anexo II de la Propuesta de Directiva (art. 7.1, apartado tercero, de la Propuesta de Directiva).

En el artículo 77.5.c) del Proyecto se hace una tímida referencia a esta posibilidad, remitiendo los detalles de su régimen jurídico a un ulterior desarrollo reglamentario («... en qué supuestos las empresas de servicios de inversión extranjeras serán miembros de los distintos Fondos y la operatoria de éste en relación con las ellas...»). En todo caso, entendemos que este desarrollo reglamentario deberá respetar los principios rectores establecidos por el Anexo II de la Propuesta de Directiva.

Por último, debe hacerse una mención al caso de las sucursales establecidas por empresas de inversión cuyo domicilio social se encuentre fuera de la Comunidad. En este caso, los Estados miembros deberán comprobar si gozan de una cobertura equivalente a la estipulada por la Directiva analizada. Cuando ello no fuera así, y con sujeción a lo previsto por el artículo 5 de la DSL, los Estados miembros podrán disponer que estas sucursales deban adherirse a un sistema de garantía de inversiones existente en su territorio. De nuevo el Proyecto de Reforma de la LMV contiene aquí de nuevo una vaga y genérica remisión al ulterior desarrollo reglamentario.

2. FUNDAMENTOS DE LA ADHESIÓN OBLIGATORIA

Sin perjuicio de poner de manifiesto los fundamentos sobre los que suele basarse el establecimiento de un sistema de garantía de inversiones y a los que ya hicimos referencia anteriormente, corresponde aquí

analizar los fundamentos del principio de adhesión obligatoria y la conveniencia de que ello fuera objeto de reglamentación específica por una Directiva.

Ante todo, parece obvio que, puesto que la adhesión por medio del pago de las cuotas conlleva un coste inevitable, las empresas de inversión serían remisas a pagar el coste de un sistema de garantía si éste fuera de adhesión voluntaria. Por ejemplo, desde un planteamiento de análisis económico del Derecho, cabría afirmar que la reticencia de las empresas de inversión a la hora de formalizar su adhesión sería directamente proporcional a la relación entre el coste anual de la cuota y los beneficios generados como consecuencia de una mayor facturación; de hecho, la adhesión voluntaria al sistema sería probablemente un buen mecanismo de «señalización» al inversor de las diferencias de calidad existentes entre la solvencia de una y otra empresa de inversión, dirigido a quebrar el proceso de «selección adversa» que inevitablemente se produce como consecuencia de las asimetrías informativas existentes.

Pero es que desde una perspectiva de consecución del Mercado Único, el legislador comunitario entiende que es indispensable un cierto grado de coordinación en este ámbito, de forma que el pequeño inversor pueda contratar los servicios de inversión de sucursales o servicios transfronterizos con la misma confianza que los servicios nacionales, consciente del nivel mínimo comunitario de garantía; de no existir esta coordinación, ello podría generar serias dificultades para el funcionamiento de dicho Mercado Único (Considerandos 10 y 11 de la Propuesta modificada de DSI).

Por último, como quiera que la Directiva 94/19/CEE ha venido a consagrar la obligatoriedad de un sistema de garantía de depósitos en cada Estado miembro (véase art. 2 bis del RD-L 18/1982, en la redacción recibida por aplicación de la Disposición Adicional 7.ª del RD-L 12/1995) y que las entidades de crédito pueden competir en ciertos ámbitos con las empresas de inversión, podría producirse una distorsión competitiva de no establecerse principios comunes para ambos casos (Considerando 12 de la Propuesta modificada de DSI).

3. CONSECUENCIAS FINANCIERAS DE LA ADHESIÓN OBLIGATORIA: FINANCIACIÓN DEL FONDO

El principio de obligatoriedad de la adhesión al FGI lleva aparejado el de la obligatoria financiación del mismo por sus miembros mediante un sistema de cuotas.

Sobre este particular, la Propuesta de Directiva no ha considerado necesaria forzar la armonización de los métodos que se vayan a utilizar

para la misma por dos razones fundamentales (Considerando 27 de la Propuesta modificada de DSI). En primer lugar, la capacidad financiera de dichos sistemas debe ser proporcional a las obligaciones que les incumban, por lo que, como quiera que la Propuesta de Directiva fija unos criterios mínimos, todo dependerá en buena medida del modelo elegido por cada Estado miembro. En segundo lugar, los costes de financiación de los sistemas deben recaer fundamentalmente sobre las propias empresas de inversión, por lo que intervienen aquí de nuevo importantes condicionamientos de ámbito nacional.

El artículo 77.9, apartados e) y f), del Proyecto apunta unos tímidos criterios para la determinación de la aportación global que deban hacer las entidades adheridas al FGI, sobre la base de que estas aportaciones deberán ser suficientes para la cobertura de la garantía proporcionada. Estos criterios son: 1) el del número de clientes cubiertos, y 2) el volumen de dinero o instrumentos susceptibles de restitución. Ello contrasta con la base de cálculo empleada en el caso del FGD, quien, además de contar con una aportación paritaria de las entidades sujetas y del Banco de España, se nutre de una cuota del 2 por 100 establecida sobre la base del volumen medio de depósitos a los que se extiende su garantía²⁷.

Una posibilidad de financiación que no debe descartarse es la de contribuir a suplementar el mismo por la vía de las sanciones económicas por infracciones de normas de ordenación y disciplina que pudiera imponer la CNMV en ejercicio de las potestades que tiene legalmente conferidas; sin perjuicio de que se trata de una solución ya ensayada y con interesantes precedentes en el Derecho comparado (en Francia, art. 9 de la Ley de 22 de enero de 1988)²⁸, ello podría contribuir a establecer unas cuotas más razonables que no representasen una carga excesiva para las empresas de inversión.

No queremos concluir este apartado sin dejar constancia de que esta cuestión constituye, a nuestro juicio, uno de los puntos fundamentales que pueden hacer depender, en buena medida, la valoración global que del FGI se haga, así como su función dentro del sistema general de protección del inversor y su contribución a una mayor eficiencia de nuestros mercados de valores.

²⁷ Sobre esta cuestión y su complejidad técnica con referencia a los sistemas de garantía de depósitos, véase CHAN, GREENBAUM y THAKOR, *J. Fin.*, vol. 47, 1992, págs. 227 y ss.; FLANNERY, *J. B. & Fin.*, vol. 15, 1991, págs. 975 y ss.; KENDALL y LEVONIAN, *J. B. & Fin.*, vol. 15, 1991, págs. 999 y ss.; PENNACH, *J. Mon., Cred. & Bank.*, vol. 19, 1987, págs. 341 y ss.

²⁸ Véase VAUPLANE y BORNET, cit., pág. 57.

4. EXCLUSIÓN DEL FGI: PROCEDIMIENTO Y CONSECUENCIAS

Si bien ya hemos examinado el alcance del principio general de adhesión obligatoria al sistema principal de garantía, dicho sistema conlleva un conjunto de obligaciones para las empresas de inversión de entre las que cabría destacar las financieras derivadas de su contribución al FGI mediante una cuota periódica.

El incumplimiento de esta obligación resulta de especial gravedad, por cuanto que puede llegar a comprometer la existencia misma del FGI, cuyos recursos están precisamente integrados por las cuotas obligatorias que pagan las diferentes entidades adheridas.

El artículo 5 de la Propuesta modificada de Directiva contempla esta eventualidad recogiendo una serie de procedimientos dirigidos a restablecer la normalidad. Ante todo, debe informarse a las autoridades competentes que hayan concedido la aprobación. Estas «tomarán las medidas necesarias, incluida la imposición de sanciones...», al objeto de garantizar que la empresa en cuestión cumple con sus obligaciones. Si estas medidas no surtieran efecto, el sistema podrá notificar a la empresa incumplidora su decisión de excluirla del mismo, otorgándole un plazo no inferior a doce meses para que ésta subsane la situación. Pasado este plazo sin que la empresa de inversión hubiera cumplido sus obligaciones, el sistema podrá proceder a su exclusión, «siempre con el acuerdo explícito de las autoridades competentes». Excepcionalmente, «cuando lo permita la legislación nacional» y con el acuerdo explícito de las autoridades competentes que hayan concedido su aprobación, «se posibilita que una empresa de inversión pueda proseguir sus actividades si tomara medidas de garantía alternativas que proporcionaran a los inversores una cobertura al menos equivalente a la ofrecida por el sistema».

Por su parte, el artículo 77.6 del Proyecto de Ley establece que «sólo podrá ser excluida del Fondo al que pertenezca [una empresa de inversión] cuando incumpla sus obligaciones con el mismo». La principal consecuencia de esta exclusión es la revocación de la autorización concedida a la empresa, alcanzando la garantía a los clientes que hubiesen efectuado sus inversiones hasta ese momento. En este sentido, se constata que no se ha hecho uso de la opción contemplada por la Propuesta modificada de Directiva relativa a la posible continuación de las actividades cuando se prestaran garantías equivalentes a la cobertura proporcionada por el sistema. Nos parece acertada esta opción del Proyecto, ya que la recogida por la Propuesta de Directiva no se nos antoja excesivamente convincente.

En cuanto al procedimiento para acordar la exclusión, el Proyecto de Ley prevé que se hayan acordado por parte de la CNMV, con la colabo-

ración de la Sociedad Gestora del FGI, «las medidas necesarias», tales como la exigencia de recargos sobre las cuotas no abonadas o la suspensión prevista por el artículo 75 de la LMV. La redacción del precepto parece indicar que estas medidas especiales son necesariamente previas a la decisión de exclusión, sin que nos parezca excesivamente acertada esta fórmula; en efecto, cuando el impago de las cuotas ponga a la CNMV sobre aviso de una situación de excepcional gravedad de la empresa de inversión, parece que estas medidas previas puedan resultar innecesarias. Por lo demás, la competencia para acordar la exclusión del Fondo corresponde a la CNMV, previo informe de la Sociedad Gestora, exigiéndose en todo caso la instrucción del correspondiente expediente.

Una de las cuestiones que suscita algunas dudas es la del automatismo de la revocación de la autorización, una vez acordada la exclusión del Fondo por parte de la CNMV. En primer lugar, se plantea en qué medida es necesaria la instrucción de un expediente separado para poder acordar la revocación de la autorización. Por otra parte, no debe olvidarse que el artículo 97.c) de la LMV establece que el organismo competente para acordar la revocación de la autorización es el Consejo de Ministros y no la CNMV, por lo que, en caso de mantenerse el automatismo entre exclusión del FGI y revocación de la autorización, se estaría produciendo aquí una evidente contradicción. En nuestra opinión, el problema admite una solución más sencilla; así, la decisión de la CNMV por la que se acuerde la exclusión del FGI debe llevar aparejada una suspensión inmediata de las actividades de la empresa de inversión, decisión ésta respecto de la que sí es competente la CNMV [véase art. 103.c) de la LMV]. A partir de aquí, la CNMV podría instruir con cierta agilidad un expediente dirigido a la revocación de la autorización, pero respetando las competencias en esta materia del Consejo de Ministros, debido a la especial gravedad del acto administrativo de revocación.

VI. PRESUPUESTOS DE APLICACION DE LA GARANTIA

La ejecución de la garantía que viene a prestar el FGI está lógicamente subordinada al cumplimiento de un determinado número de presupuestos, sin los cuales puede decirse que no llega a nacer propiamente el derecho de los inversores a obtener garantía alguna.

En este sentido, puede decirse que deben estar presentes una serie de presupuestos objetivos, relacionados todos ellos con el tipo de riesgo garantizado, los valores o fondos puestos a disposición de la empresa de

inversión en el marco de unos determinados servicios y la situación concreta de insolvencia real o presunta en la que debe encontrarse ésta. Respecto de los elementos subjetivos, sólo son objeto de garantía los riesgos en que hayan incurrido los inversores con empresas de inversión adheridas al FGI. Finalmente, la efectiva aplicación de la garantía depende de la solicitud que realizara, en tiempo y forma, el inversor que entienda que tiene derecho a beneficiarse de la misma.

1. ELEMENTOS OBJETIVOS

Son elementos objetivos los perjuicios garantizados, la determinación de los fondos y tipo de instrumentos cubiertos, los servicios de inversión, el ámbito geográfico de la cobertura y la situación de insolvencia de la empresa de inversión.

A) *Perjuicios garantizados*

El apartado primero del artículo 77 que ahora comentamos es poco claro en cuanto al tipo de perjuicios que afectan a los inversores y que están cubiertos por el FGI («... cubran el perjuicio sufrido por los inversores...»). La generalidad de la redacción empleada parecería indicar que el FGI cubre cualquier tipo de perjuicio sufrido, cuando lo cierto es que el sistema únicamente garantiza los perjuicios derivados del no «reembolso de las cantidades de dinero o restitución de los valores que les pertenezcan» por parte de la entidad adherida al Fondo, imprecisión ésta que podría intentar subsanarse en la oportuna tramitación parlamentaria de la Ley. Por su parte, el artículo 2.2 de la Propuesta de Directiva se remite a los criterios siguientes:

- al reembolso a los inversores de los fondos que les pertenezcan y que la empresa tenga depositados en su nombre para la realización de operaciones de inversión;
- a la restitución a los inversores de todo instrumento que les pertenezca y que la empresa tenga depositado en su nombre para la realización de operaciones de inversión, o
- a la devolución a los inversores de todo instrumento que les pertenezca y que la empresa haya gestionado o negociado en su nombre para la realización de operaciones de inversión.

En cuanto al reembolso de cantidades de dinero, entendemos que se tratarán en la práctica de supuestos menos frecuentes, puesto que, como es sabido, ni las Sociedades ni las Agencias de Valores pueden recl-

bir propiamente fondos del público en concepto de depósito (art. 22 del RD 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores), con las excepciones previstas por el artículo 21 del propio RD 276/1989 respecto de las entidades que figuren inscritas en alguno de los registros relativos a entidades financieras mantenidos por la CNMV, el Banco de España o la Dirección General de Seguros. No obstante, es perfectamente posible que la falta de reembolso de fondos haga referencia a cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que abran las Sociedades y Agencias de Valores a sus clientes en relación con la ejecución de operaciones desarrolladas por cuenta de ellos, sin olvidar que los saldos de dichas cuentas deben estar invertidos en los activos previstos en los números 2 y 3.a) del artículo 15 del RD 276/1989 (véase art. 22.3 del RD 276/1989).

Quiere todo ello decir que el FGI no cubre otros posibles perjuicios que pudieran irrogarse al inversor por su empresa de inversión, tal y como pueda ser la pérdida total o parcial de la inversión realizada como consecuencia de una mala gestión de su cartera o del mal asesoramiento proporcionado, o bien como consecuencia de la insolvencia de la entidad que propiamente emita los valores en que se invirtieron los fondos. Ello no implica que el inversor no pueda tratar de resarcirse de la empresa de inversión si entendiera que la conducta de ésta hubiera podido infringir la diligencia que le era exigible en aplicación, por ejemplo, de los principios generales del contrato de comisión y especiales del RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación, dando con ello lugar a la correspondiente responsabilidad civil²⁵.

B) *Fondos y tipo de instrumentos cubiertos*

Como ya vimos anteriormente, la referencia a los «fondos» que hubieran podido ser confiados por los inversores a las empresas de inversión tiene un ámbito limitado, por cuanto que, en puridad, éstas no pueden captar depósitos del público. En cuanto a los «efectos de propia financiación» (v. gr., pagarés) que pudieran encuadrarse dentro del ámbito del artículo 22.1.c) del RD 276/1989, debe señalarse que no se han confiado para la realización de alguno de los servicios de inversión previstos, ni para custodia o administración, por lo que deben quedar excluidos de la garantía. Por tanto, la cuestión resulta ciertamente más compleja que en el caso de entidades de depósito, para las cuales puede concluirse que el criterio general es el de englobar bajo la cobertura de

²⁵ Sobre los últimos desarrollos en nuestro país sobre esta cuestión, puede verse TAPIÉ HERMIDA, *RDBB*, vol. 55, 1994, págs. 782 y ss.

la garantía del FGD todas aquellas posiciones acreedoras de dinero frente al banco por entregas realizadas a éste en la actividad propiamente bancaria de captación de pasivo para hacer posible la entera actividad bancaria de intermediación en el crédito.

En cuanto a la no restitución de valores, el apartado primero del artículo 77 del Proyecto de Reforma de la LMV se remite a los instrumentos previstos por el artículo 63 del Proyecto de Directiva, concepto éste indudablemente más amplio que el de valores, empleado en el apartado séptimo del propio artículo 77. Y es que el apartado cuarto del artículo 63 del Proyecto de Reforma de la LMV engloba no sólo valores negociables, sino otros instrumentos diferentes, como son los contratos financieros a plazo, incluidos los futuros, cualquiera que sea su forma de liquidación; los contratos a plazo sobre tipos de interés (FRA); los contratos de permuta (*swaps*) sobre tipos de interés, sobre divisas o los ligados a acciones o a un índice sobre acciones, y, por último, las opciones, cualquiera que sea su forma de liquidación, destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos antes mencionados, incluyéndose las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés. Por el contrario, no estarían cubiertas por el sistema de garantía aquellas inversiones que hubieran podido realizarse por la empresa de inversión en joyas, piedras preciosas, numismática, objetos de arte, etc.

Uno se pregunta realmente cómo cabe «restituir» posiciones contractuales en contratos complejos, como los contratos a plazo, los *swaps* o las opciones, en los cuales la posición acreedora o deudora del cliente es condicional al acaecimiento de determinadas variables, como el transcurso del tiempo, la evolución de los tipos de interés o de la cotización del activo subyacente. Esta objeción quede quizá salvada mediante una acepción amplia de la expresión «restitución», que permita realmente englobar la acreditación, puesta de manifiesto o entrega de la documentación contractual pertinente.

C) *Servicios de inversión*

La incapacidad declarada de la empresa de inversión para rembolsar fondos o restituir valores debe producirse en el marco de operaciones de inversión, definidas por el Proyecto como los servicios de inversión delimitados en la relación enumerada por el artículo 63.

En este sentido, por ejemplo, la no restitución de valores por parte de la empresa de inversión, referentes a la obtención de recursos propios por parte de la propia empresa de inversión, queda obviamente fuera del ámbito de la garantía; este es el caso de las acciones, valores representativos de financiaciones subordinadas o de renta fija que, de conformidad con

el artículo 22.1 del RD 276/1989, pudieran emitirse por una Sociedad o Agencia de Valores. Tampoco quedan cubiertos por la garantía los fondos que hubiera podido recibir una empresa de inversión de una entidad de depósito en concepto de préstamo o crédito. Es decir, el incumplimiento de las obligaciones por parte de la empresa de inversión da lugar a la aplicación del sistema de garantía únicamente cuando se produce en el marco de las actividades típicas de la misma.

Se plantea aquí la duda sobre qué ocurre si el servicio de inversión que se venía prestando al inversor está recogido en la relación del artículo 63 del Proyecto, pero no en el programa o declaración de actividades de la empresa, preceptivo al amparo del artículo 71, último inciso, de la LMV, así como por el artículo 66, apartado segundo, del Proyecto comentado. En este caso, entendemos que la conducta ilegal de la empresa no debe perjudicar al inversor, que debe poder hacer valer la garantía proporcionada por el FGI; éste parece ser también el espíritu del artículo 64.8 del Proyecto, que establece que, pese a que el objeto social de la empresa de inversión, tal y como conste registralmente declarado, sea contrario a lo dispuesto en la Ley, la nulidad no perjudicará a los terceros de buena fe.

D) *Ámbito geográfico de la cobertura*

En cuanto al ámbito de la cobertura, ésta se caracteriza por el principio de generalidad en virtud del cual están garantizadas todas aquellas operaciones que se hubieran realizado por la empresa en cuestión dentro de la Unión Europea, bien mediante sus sucursales o bien en régimen de libre prestación de servicios (véanse arts. 7.1 de la Propuesta de Directiva y 77.5 del Proyecto de LMV).

Respecto de las operaciones realizadas por las empresas españolas fuera de la Unión Europea, la cuestión ha quedado pendiente de ulterior desarrollo reglamentario. A expensas de este desarrollo, no se acierta bien a ver que otro principio podría aplicarse que el de cobertura plena a estas operaciones, máxime cuando el criterio delimitador de «realización de la operación» es de una gran ambigüedad e imprecisión.

E) *Situación de insolvencia de la empresa de inversión*

Se trata, sin duda, del elemento objetivo más difícil de determinar, a la par que representa el presupuesto básico para que pueda operar la cobertura amparada por el FGI.

El punto de partida viene dado por el artículo 2.2 de la Propuesta de Directiva, que establece la aplicabilidad de cobertura a los inverso-

res «... siempre que haya quedado establecido, mediante decisión de los gestores del sistema, de la autoridad competente o de una autoridad judicial del Estado miembro de origen, que la empresa de inversión no puede, o es probable que no pueda, cumplir con sus obligaciones...».

Antes de profundizar en los supuestos de hecho previstos por el Proyecto de Reforma de la LMV, parece importante dejar claras las principales ideas que se desprenden de la Propuesta de Directiva en este sentido. En primer lugar, y en cuanto a la competencia para apreciar la concurrencia de la situación de insolvencia de la empresa de inversión, debe destacarse que puede corresponder tanto a una autoridad judicial como a otra autoridad competente, en ambos casos del Estado miembro de origen. En segundo lugar, y respecto al presupuesto de hecho concreto que habilita para poder llevar a cabo dicha apreciación, el legislador comunitario ha querido abarcar no sólo la insolvencia real, reconocida por la empresa de inversión y refrendada por una autoridad judicial, sino, además, una insolvencia potencial o presunta, determinada por el organismo de supervisión competente.

a) La insolvencia judicialmente declarada

El presupuesto objetivo de insolvencia de la empresa de inversión pasa en primer lugar por una declaración judicial de la misma.

El artículo 2.2.ii) de la Propuesta de Directiva cualifica esta declaración judicial de dos formas, al precisar que la misma deberá haberse adoptado por razones directamente relacionadas con la situación financiera de la empresa de inversión y que dicha decisión deberá tener el efecto de suspender la capacidad de los inversores de reclamar contra dicha empresa.

Como no podía ser de otra forma, la citada declaración judicial se concreta en el artículo 77.7 del Proyecto de LMV, bien como declaración del estado legal de quiebra [ap. a)], bien como declaración del estado de suspensión de pagos [ap. b)], que en ambos casos paralizan las acciones individuales que pudieran tener los inversores contra la empresa.

Respecto del estado legal de quiebra, y como es sabido, nuestro ordenamiento exige la previa demanda o «acción de quiebra» de interesado, sea el propio deudor (quiebra voluntaria), sea un acreedor legítimo, «acreditando» alguno de los presupuestos de declaración de quiebra (quiebra necesaria), no estando prevista la declaración de oficio o a iniciativa del Juez (véase art. 877.2.º del CdC). Verificados estos presupuestos previos, el artículo 1325 de la LEC señala que el Juez procederá a la declaración de quiebra mediante Auto, «sin citación ni audiencia del

quebrado»³⁰. Entendemos que únicamente cuando dicho Auto haya ganado firmeza, por no haber sido planteado incidente de impugnación por la empresa de inversión deudora, alegando la «falsedad e insuficiencia legal de los hechos» y que «está al corriente en el pago de sus obligaciones» (art. 1029 del CdC de 1829), podrá formalmente solicitarse de la Sociedad Rectora la ejecución de la garantía que presta el Fondo.

En cuanto a la declaración del estado de suspensión de pagos, no basta la providencia judicial de admisión de la solicitud presentada por la empresa de inversión, sino que la expresión empleada en el Proyecto comentado debe entenderse inequívocamente referida al auto por el que «declarará al solicitante en estado de suspensión de pagos» (art. 8, párrafo quinto, de la LSP), calificándose además la situación patrimonial del deudor como de insolvencia «provisional» o «definitiva»³¹.

b) La insolvencia potencial o presunta declarada por la CNMV.

El artículo 2.2.i) de la Propuesta de Directiva recoge la posibilidad adicional de que la insolvencia de la empresa de inversión pueda ser determinada por las correspondientes autoridades competentes cuando, en su opinión, la empresa de que se trate se encuentre en un momento dado, por razones directamente relacionadas con su situación financiera, en la imposibilidad de cumplir sus obligaciones derivadas de los derechos de los inversores.

Esta posibilidad que tienen las autoridades administrativas de supervisión encuentra su fundamento en el propósito de prevenir un colapso de la empresa, con el consiguiente perjuicio para la confianza y estabilidad del sistema, adoptando con agilidad un conjunto de medidas que permitan minimizar los efectos de lo que parece una situación de insolvencia inevitable e impedir la comisión de maniobras fraudulentas por parte de la empresa de inversión, que pudieran agravar las ya mermadas posibilidades de que los inversores recuperen sus fondos y valores.

Asimismo, y debido a las labores de supervisión prudencial que de un modo permanente llevan a cabo los organismos de supervisión sobre las empresas de inversión, se les reconoce una mayor aptitud para anticiparse a una situación de insolvencia judicialmente declarada sobre la base de un análisis del cumplimiento periódico de determinadas nor-

³⁰ Sobre las graves reservas que suscita la configuración inquisitorial de la quiebra en la actualidad y su incompatibilidad con el Derecho constitucional a la defensa previsto por el artículo 24 de la Constitución, por todos, VICENT CHILIA, cit., pág. 856.

³¹ Sobre la declaración judicial del estado de suspensión de pagos, sus presupuestos y consecuencias, véase, por todos, ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *La declaración judicial de la suspensión de pagos*, cit., págs. 2315 y ss.

mas (v. gr., coeficientes, pago de cuotas al FGI, denuncias reiteradas del público, etc.).

Todo ello ha llevado a que, en el Derecho comparado, los organismos de supervisión del mercado u otras autoridades competentes para la administración del sistema de garantía de inversiones tengan reconocidas amplias facultades en este sentido. Así, en los EE.UU., la SIPC está facultada para iniciar un procedimiento de protección de los clientes siempre que entienda que uno de sus miembros ha incumplido o está en riesgo inminente de incumplir sus obligaciones para con sus clientes. Si la SIPC no iniciara oportunamente un procedimiento en estos casos, la SEC está legitimada para instar judicialmente el cumplimiento de estas obligaciones, obteniendo a tal efecto una orden judicial en este sentido.

La fórmula adoptada por el artículo 77.7.c) del Proyecto se nos antoja técnicamente deficiente, por cuanto que posibilita la adopción por parte de la CNMV de estas medidas con una extraordinaria discrecionalidad, al introducir como presupuesto habilitante de la misma la «apariencia» de que la empresa no puede cumplir con sus obligaciones, y sin más condicionamientos para ello que el que «los inversores hubieran solicitado a la empresa 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 veintidós días hábiles». Por ello, se plantea con más gravedad, si cabe, la absoluta necesidad de que la decisión de la CNMV esté amparada en datos objetivos contrastados, que permitan concluir, sin género de dudas, que el deterioro en la situación de la empresa es una realidad. Por ello, no nos convence el empleo de la expresión «aparentemente». Con independencia de que se trata de un concepto jurídico indeterminado, susceptible de utilización anfibológica, existe una cuestión adicional. En efecto, si existen indicios objetivos (v. gr., retraso sistemático en el pago de las cuotas al FGI; incumplimiento reiterado de las normas de conducta, especialmente en lo que respecta a la separación de patrimonios; incumplimiento reiterado de la normativa sobre coeficientes, etc.) que permiten fundamentar una decisión de esta gravedad, no estamos ante una apariencia, sino ante una realidad: una crisis económica de la empresa de inversión. En este sentido, algo más acertada parece la fórmula empleada por el artículo 1, apartado c), de la Disposición Adicional 7.^a del RD-L 12/1995, de 28 de diciembre, que contribuye a objetivar el presupuesto de hecho, estableciendo que «habiéndose producido impago de depósitos, el Banco de España determine que la entidad se encuentra en la imposibilidad de restituirlos en el futuro inmediato por razones directamente relacionadas con su situación financiera».

En primer lugar, debe destacarse que este aparente condicionamiento objetivo no lo es tal por cuanto que el legislador no precisa el núme-

co de inversores que deberán haber realizado dicha solicitud. Tal y como aparece en este momento el tenor literal del precepto, 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.

Por otro lado, tampoco queda clara la expresión relativa a «obtener satisfacción», ni el juego del plazo de los veintidós días hábiles.

Pero es que, a nuestro juicio, es imprescindible objetivar los supuestos que habilitan a la CNMV para adoptar una decisión de esta envergadura, no sólo para evitar el empleo de peligrosos conceptos jurídicos indeterminados, sino de dotar a inversores e intermediarios de una mayor seguridad jurídica. Así, por ejemplo, en los supuestos de intervención administrativa de Sociedades y Agencias de Valores, así como de entidades de depósito, el artículo 31 de la Ley 26/1988, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, exige que «únicamente cuando una entidad [de crédito] se encuentre en una situación de excepcional gravedad que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia, podrá acordarse...». Pues bien, sería también conveniente que la adopción de la decisión de la CNMV prevista en estos casos se hiciera sobre la base de unos parámetros objetivos.

Resta por considerar en qué medida puede un cliente instar un procedimiento administrativo al objeto de que la CNMV adopte la decisión prevista por el párrafo b) del artículo 77.2 del Proyecto de Reforma de la LMV, incluso en aquellos casos en los que haya acreditado que han transcurrido más de veintidós días sin haber obtenido satisfacción de su reclamación por parte de la empresa de inversión. Así, en el sistema norteamericano, debe subrayarse que los clientes carecen de toda legitimación para recabar la intervención de la SIPC, aunque tengan un interés legítimo para ello (en este sentido puede verse la sentencia «SIPC v. Barboon», 421 U.S. 412 (1975)), en la que el propio Tribunal Supremo de los EE.UU. sostuvo que los clientes de un miembro de la SIPC carecen de legitimación activa en base a la propia SIPA para someter a revisión judicial una decisión de la SIPC de no iniciar la liquidación del *broker*; solamente la SEC dispone de esta legitimación]. La cuestión no es, en modo alguno, sencilla por cuanto que, si bien la no satisfacción por parte de una empresa de inversión de las reclamaciones de su cliente puede constituir un claro indicio de que la intervención de la CNMV está plenamente justificada, el interés individual de un cliente puede no coincidir tanto con el de los restantes clientes de la empresa como con los del mercado en general. Corresponde a la CNMV valorar con extre-

ma prudencia los diferentes intereses en juego y las previsible consecuencias de la adopción de una decisión como la que ahora se analiza.

En todo caso, y con carácter general, entendemos que esta solución debe valorarse muy positivamente, por cuanto que es un claro botón de muestra de la preocupación de carácter preventivo que subyace bajo toda esta normativa y se encuadra, con carácter general, dentro del denominado «Derecho paraconcursal», que busca la solución para las situaciones patológicas de las empresa fuera del Derecho concursal tradicional, centrándose en remedios menos traumáticos a la par que más ágiles²⁷. Como ya tuvimos ocasión de ver anteriormente, y a diferencia del FGD, no se trata en este caso de garantizar la supervivencia o continuidad de la empresa, sino de salvaguardar los fondos y valores de los inversores ante un grave deterioro en la situación de la empresa.

En la práctica, entendemos que existe un elevado índice de probabilidades de que una declaración de la CNMV de esta naturaleza acabe llevando a la empresa de inversión a presentar una suspensión de pagos o a solicitar una quiebra voluntaria; en efecto, es casi impensable que la misma pueda ser viable después de que tenga lugar una declaración de este tenor. Una vez constatada esta realidad, la CNMV debe recorrer aún un paso más: apreciar en qué medida esta crisis económica tiene visos de comprometer los derechos de los inversores, ocasionándoles un grave perjuicio. Por tanto, la labor encomendada no es fácil y corresponderá al organismo de supervisión hacer uso de la misma con un rigor y prudencia exquisitos.

2. ELEMENTOS SUBJETIVOS: PERTENENCIA DE LA EMPRESA DE INVERSIÓN AL FGI

La pertenencia de la empresa de inversión al FGI es otro de los presupuestos previos para que el inversor pueda hacer valer la cobertura que otorga el FGI.

La pertenencia de una empresa de inversión se materializará mediante las formalidades de adhesión al FGI que se establezcan en desarrollo del artículo 77, apartado quinto, del Proyecto de LMV. Como quiera que ya vimos anteriormente que se trata de una obligación de cumplimiento generalizado para todas y cada una de las empresas de inversión, no cabrá duda alguna para los inversores sobre este particular.

Una de las cuestiones que se plantean es la de la incidencia del retraso o incumplimiento de las obligaciones de la empresa de inversión

²⁷ Por todos, ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, *El estado de crisis económica*, cit., pág. 127.

para con el FGI sobre la cobertura prestada a los inversores en el caso de que se produzca una de las declaraciones previstas por el apartado séptimo. No nos cabe duda alguna de que las inversiones de los clientes de dicha empresa estarán garantizadas por el FGI, en los términos y con las limitaciones correspondientes, hasta tanto no medie una decisión formal de exclusión del propio Fondo, con la consiguiente revocación de la autorización concedida. Por su parte, el Proyecto de Reforma de la LMV es claro en este punto al establecer que «la garantía alcanzará a los clientes que hubiesen efectuado sus inversiones hasta ese momento». Donde este Proyecto parece apartarse de nuevo de la Propuesta de Directiva es en relación a la pervivencia en el tiempo de la garantía, una vez declarada la exclusión; en efecto, el artículo 5, apartado tercero, de la citada Propuesta contempla el mantenimiento de la misma durante doce meses a partir de la fecha de exclusión.

3. ELEMENTOS FORMALES: REQUERIMIENTO DE PAGO POR EL INVERSOR A LA EMPRESA DE INVERSIÓN

Únicamente en relación con la situación de insolvencia declarada por decisión de la CNMV [ap. 7, párr. c), del art. 77 del Proyecto de la LMV], viene a exigir el Proyecto un requisito formal suplementario de actividad por parte del inversor que pretenda hacer valer la garantía: la solicitud previa a la empresa de inversión, requiriendo el reembolso o restitución.

Este requisito adicional se nos antoja ciertamente problemático, se aparta del espíritu y la letra de la Propuesta de Directiva y es técnicamente inconsistente por las razones que a continuación se expondrán.

En primer lugar, se están trasladando al inversor las consecuencias perjudiciales que indudablemente tendrá sobre la credibilidad y solvencia de la empresa de inversión la decisión adoptada por la CNMV. Así, supongamos que un determinado inversor no formuló reclamación previa alguna a su empresa de inversión porque no vencía ninguno de los plazos de los valores en que tenía materializada su inversión o porque estaba satisfecho con los servicios que hasta la fecha le había venido prestando la empresa. Desde el momento en que la CNMV haga pública la decisión de insolvencia potencial o presunta antes analizada, es evidente que el inversor puede entender que la viabilidad futura de la empresa está seriamente comprometida, exigiendo entonces el reembolso o restitución de efectivo o valores. Si ello no acabara provocando una decisión judicial de quiebra o suspensión de pagos de la empresa, que permita al inversor obtener la cobertura del FGI por la vía del apartado 7, párrafo a), del artículo 77 del Proyecto, no se entienden bien las

razones por las cuales el inversor que no formuló en tiempo y forma su requerimiento de pago es de peor condición que el que sí lo hizo. En definitiva, la técnica legislativa empleada es deficiente.

Pero es que, además, la opción realizada por el legislador se nos antoja abiertamente contraria al artículo 9 de la Propuesta de Directiva. Así, el precepto citado establece lo siguiente:

«El sistema de garantía... y podrá fijar un plazo, no inferior a seis meses, para que los inversores puedan reclamar sus derechos.

No obstante, el sistema no podrá invocar la expiración de dicho plazo para denegar la garantía a un inversor que se haya visto en la imposibilidad de reclamar sus derechos en el marco del sistema de garantía en el plazo señalado.»

Ante todo, puede apreciarse cómo el establecimiento de un plazo para la reclamación de derechos por parte del inversor comienza a computarse a partir de la decisión que hubiera podido adoptarse, pero nunca con carácter previo a dicha decisión. Quizá el problema estriba en la defectuosa redacción del apartado b) comentado, puesto que la expresión «siempre que» da a entender que la reclamación insatisfecha a la empresa e inversión debe haber sido anterior a la declaración de insolvencia presunta o potencial por parte de la CNMV.

Pero es que, además, la Propuesta de Directiva matiza el rigor de los plazos al establecer que el transcurso de los mismos no perjudicará el derecho a obtener la cobertura que hubieran podido reclamar los inversores, siempre que la reclamación extemporánea fuera imputable a la «imposibilidad» (en la versión anterior de la Propuesta de Directiva se clarificaba la «imposibilidad», haciendo mención a «... la ausencia u otro motivo válido»). Nada sobre este particular se dice en el Proyecto de la LMV.

Por último, y al objeto de evitar problemas en el cómputo de los plazos que podrían incidir perjudicialmente sobre el derecho del inversor, la solicitud de que nos habla el precepto comentado acaba teniendo que ser equivalente a un requerimiento notarial. Con ello se traslada una carga adicionalmente gravosa al inversor para poder hacer valer eventualmente su derecho.

VII. REGIMEN JURIDICO DE LA OBLIGACION DE GARANTIA

Una vez examinados los principales rasgos teóricos, orgánicos, institucionales y procedimentales del FGI, pasamos ahora a examinar un

elemento operativo fundamental: el régimen jurídico de la obligación de garantía.

1. LA OBLIGACIÓN DE GARANTÍA: CONCEPTO Y NATURALEZA JURÍDICA

La garantía es la expresión dineraria o numérica del sistema de cobertura establecido por el nuevo Título VI de la LMV, si bien se manejan indistintamente, tanto por el legislador nacional como por el comunitario, las expresiones de «cobertura» o «indemnización». Quiere esto decir que, pudiendo existir diferentes inversiones amparadas por la cobertura proporcionada por el FGI, la indemnización recibida pueda a su vez ser cuantitativamente distinta en función de diferentes variables, que analizaremos más adelante.

En cuanto a su naturaleza jurídica, se trata de una cuestión que ha sido analizada en profundidad por F. SÁNCHEZ CALERO en relación con el FGD y en la que, por existir una similitud sustancial en el FGI, no profundizaremos en este comentario³⁹. En su trabajo, SÁNCHEZ CALERO rechazaba ya la conceptualización de la naturaleza jurídica del FGD 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. Suscribimos plenamente los argumentos expuestos en su día por SÁNCHEZ CALERO, que entendemos plenamente vigentes y aplicables al FGI.

2. LEGITIMACIÓN ACTIVA: LOS DESTINATARIOS DE LA GARANTÍA

La legitimación activa para formular una reclamación al FGI corresponde a aquellos inversores que, «habiendo encomendado a una empresa de inversión fondos o instrumentos de los previstos en el artículo 63, para la realización de alguno de los servicios allí previstos, o para su custodia y administración... no puedan obtener directamente de la misma su reembolso o restitución».

Pues bien, tanto las personas físicas como jurídicas, así como aquellas cuentas que estuvieran abiertas en favor de comunidades de bienes, de sociedades de interés privado sin personalidad jurídica o de servicios públicos descentralizados, estarán legitimados activamente para ser beneficiarios de la cobertura que proporcione el sistema de garantía.

Ahora bien, si el artículo 8 de la Propuesta de Directiva ha dedicado una considerable atención a reglamentar un conjunto de principios apli-

³⁹ Véase SÁNCHEZ CALERO, *El Fondo de Garantía...*, cit., págs. 47 y ss.

cables a la cobertura por cada uno de los destinatarios de la garantía, el Proyecto de la LMV es considerablemente más parco en este punto.

En primer lugar, y para el cálculo de la cobertura, la Propuesta modificada de Directiva establece que deberán tomarse en cuenta el importe total de los derechos del inversor, con independencia del número de cuentas, de la moneda utilizada y de su localización dentro de la Unión Europea.

Para los supuestos de inversión conjunta, se establece que deberá tenerse en cuenta la participación de cada inversor y, de no existir disposiciones específicas, la cobertura se dividirá en partes iguales. Asimismo, se posibilita que los Estados miembros puedan disponer que los derechos relativos a una inversión conjunta que correspondan a dos o más personas como miembros de una asociación con fines lucrativos o cualquier agrupación de indole similar puedan acumularse y tratarse como establecidos por un inversor único.

Como ya se ha apuntado por nuestra doctrina con referencia a las crisis de las entidades de crédito³⁴, las cuentas con titularidad plural, tanto en un sentido jurídico como económico, plantean interesantes y complejos problemas jurídicos, que deberán tratarse en sede reglamentaria.

Por último, cuando el inversor no sea el beneficiario legal de las cantidades o valores depositados, la Propuesta modificada de Directiva recoge que la garantía protegerá al beneficiario legal siempre que éste haya sido identificado o sea identificable antes de la fecha de declaración administrativa o judicial de insolvencia. Como parece evidente, esta disposición tendrá una aplicación sustancialmente más importante en aquellos Estados miembros cuyo ordenamiento contemple la figura del *trust* o fideicomiso. En todo caso, dicha disposición no será de aplicación a los organismos de inversión colectiva.

3. CUANTÍA Y LÍMITES CUANTITATIVOS

En cuanto al nivel de cobertura proporcionado por la obligación de garantía, el legislador comunitario ha establecido un doble criterio de determinación de la cuantía, así como un conjunto de posibilidades de exclusión o reducción de la misma.

A) *Cuantía*

Para la determinación de la cuantía, el artículo 4 de la Propuesta de Directiva contempla, como criterio general, que la cobertura prevista no

³⁴ Véase LARGO GIL, *RDBB*, núm. 58, págs. 393 y ss.

deberá ser inferior a 20.000 ecus por inversor. No obstante, se recoge la posibilidad de que los Estados miembros puedan limitar la cobertura prevista a un determinado porcentaje de los derechos del inversor. Ahora bien, el importe garantizado deberá ser igual o superior al 90 por 100 de los citados derechos, mientras que el importe que deba abonarse no alcance los 20.000 ecus.

La limitación cuantitativa del nivel de protección responde a un doble motivo. Por una parte, y aunque el coste de protección de las inversiones debe soportarse por las empresas de inversión, éste acaba transmitiéndose en última instancia al inversor; quiere esto decir que, sobre la base de un análisis coste/beneficio del sistema y movido por criterios de eficiencia, el legislador comunitario ha considerado oportuno introducir estas limitaciones. Por otra parte, y al objeto de generar en el inversor un sentido de prudencia, que le lleve a elegir cuidadosamente la empresa de inversión, es razonable permitir a los Estados miembros que puedan trasladar al inversor una parte de las pérdidas (véase ap. 17 de la Exposición de Motivos); se trata de una concesión al *ethos* de la responsabilidad individual asociado con la filosofía de la información (*disclosure*) que preside la ordenación de nuestros mercados de valores²⁵.

Este principio ha sido aplicado fielmente en el sistema actualmente vigente en el Reino Unido, en donde el «Investors Compensation Scheme» paga la totalidad de la reclamación de un inversor legitimado hasta una cuantía de 30.000 libras esterlinas y el 90 por 100 del importe de las siguientes 20.000 libras esterlinas, por lo que un inversor podrá obtener un máximo de 48.000 libras esterlinas (equivalente aproximadamente a nueve millones de pesetas).

El apartado 9, párrafo *a*), del precepto comentado ha dejado esta cuestión a un futuro desarrollo reglamentario. Como ya sabemos por la Propuesta de Directiva, esta cantidad no podrá ser inferior a los 20.000 ecus (aproximadamente, 2.100.000 pesetas). Ello plantea inevitablemente potenciales problemas de distorsión competitiva entre el límite garantizado previsto por la legislación en materia de entidades de depósito y la prevista para el FGI (como es sabido, originariamente, el FGD garantizaba a todos los depositantes la recuperación de una cantidad de 500.000 pesetas, que ha ido elevándose en el tiempo hasta alcanzar la cantidad actual de 1.500.000 pesetas; por su parte, el artículo 7.1 de la Directiva 94/19/CEE, sobre sistemas de garantía de depósitos, establece que los Estados miembros proporcionarán una cobertura de hasta 20.000 ecus para los depósitos agregados de un mismo depositante, por lo que parecería deseable una equiparación de las cuantías a establecer.

²⁵ PAGE y FERGUSON, cit., pág. 73.

B) Cálculo

Para la determinación del importe de los derechos que corresponden a cada inversor, el artículo 2.4 de la Propuesta de Directiva establece que «... se calculará con arreglo a las condiciones legales y contractuales aplicables a tales derechos, incluidas aquéllas en materia de compensación y reconversión, a partir del importe de los fondos o del valor, en el momento en que se adopte la decisión a que se refiere el apartado 2, de los instrumentos que pertenezcan al inversor y que la empresa de inversión sea incapaz de reembolsar o restituir».

El artículo 77 del Proyecto de Reforma de la LMV es de una parquedad sorprendente en esta cuestión, quizá por entender que la misma no plantea mayores problemas o por pensar que los diferentes supuestos de hecho admiten una solución por la vía de aplicar principios generales. Aunque no negamos que los principios generales proporcionen las necesarias soluciones en algunos casos, entendemos que la cuestión aquí planteada resulta ciertamente más compleja y debería haber sido objeto de atención pormenorizada por nuestro legislador al objeto de dotar al sistema de la necesaria seguridad jurídica. En todo caso, esbozaremos a continuación un intento de solución para un conjunto de supuestos de hecho que se nos antojan interesantes, diferenciando entre fondos adeudados y valores sobre los cuales pesa la obligación de restitución.

a) Efectivo

Como es obvio, el cálculo del valor del dinero no plantea mayores problemas, salvo, por ejemplo, cuando se trate de importes que el inversor haya entregado o que se hayan invertido por la empresa de inversión en alguna divisa. En este caso, parece razonable valorar el importe debido al inversor sobre la base de la conversión realizada de acuerdo con el tipo oficial de cambio publicado por el Banco de España en la fecha en que se produjera cualquiera de las circunstancias previstas por el apartado 7 del artículo 77 del Proyecto.

b) Valores

La falta de restitución de los valores propiedad del inversor y controlados por él plantea, aparentemente, problemas más complejos que el reembolso del efectivo.

Así, cabe la posibilidad de que la empresa de inversión no haya llegado a invertir nunca en los valores respecto de los que recibió instrucciones de su cliente o respecto de los cuales había llegado a informar fraudulentamente a su cliente; en numerosos ejemplos recientes

en nuestro país (v. gr., «Bolsa 8, CAB, Invest Ibérica»), los inversores tenían la creencia de haber invertido en valores o contratos (los fraudes detectados han sido frecuentemente en contratos de futuros y opciones en mercados internacionales), cuando realmente no era así, o cuando los valores adquiridos por su cuenta fueron inferiores a los realmente indicados. Si ello coincidiera con una situación en la cual la empresa es titular en pleno dominio precisamente de valores «homogéneos»²⁴ con los que les faltan a sus clientes, cabe plantear en qué medida habría de establecerse una presunción *iuris et de iure* de que son precisamente propiedad de los clientes, presunción ésta precisamente establecida en los EE.UU. por la Sección 78-2(c)(1)(C) SIPA.

En estos casos se plantea el problema acerca del momento que debe tomarse como punto de referencia para el cálculo del valor de la inversión del cliente.

En caso de tratarse de valores nominativos, la situación del inversor puede resultar menos gravosa en la medida en que le asistan las acciones de reivindicación impropia (*separatio ex iure domini*) para las operaciones de reducción de la masa previstas por el artículo 908 del CdC en el supuesto de quiebra de la empresa de inversión.

En última instancia, el crédito del inversor se concreta en una reclamación por un importe total en efectivo (*net equity claim*), que es el resultado de sumar la reclamación relativa al reembolso de efectivo con la valoración que corresponda dar a los instrumentos cuya restitución se reclama. Cuando la reclamación exceda del importe máximo de cobertura garantizado, el inversor tendrá que hacer valer su derecho por la diferencia en el correspondiente procedimiento concursal, sin perjuicio de las acciones penales que pudieran asistirle por la comisión de conductas que pudieran reconducirse a algún tipo delictivo (v. gr., estafa, apropiación indebida).

C) Exclusiones y reducciones

Sin perjuicio del criterio general anteriormente expuesto, y de nuevo en aplicación de la Propuesta de Directiva, los sistemas de garantía de inversiones que se adopten podrán contemplar disposiciones por las que determinadas categorías de inversores recogidos en el Anexo 1 a la Propuesta de Directiva queden excluidos de esta cobertura o que la mis-

²⁴ Sobre la «homogeneidad» de los valores negociables, nos remitimos a lo dispuesto por el artículo 4 del RD 291/1992; al respecto, puede verse el comentario de TAPIA HERMIDA, cit., en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, Madrid, 1995, págs. 80 y ss.

ma se reduzca (art. 4.2). Asimismo, y por aplicación del artículo 3 de la Propuesta citada, deben quedar excluidos de cualquier compensación con cargo al sistema aquellos derechos relativos a operaciones en relación con las cuales haya habido una condena penal por blanqueo de capitales, tal y como se define en el artículo 1 de la Directiva 91/308/CEE, de 10 de junio de 1991, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales (DOCE, 166/77, 28 de junio de 1991).

Pues bien, en relación con el punto relativo a las categorías de inversores excluidos de la cobertura, el Proyecto ha dejado nuevamente esta cuestión pendiente de clarificación reglamentaria, con las únicas indicaciones de que quedarán «... excluidos [los inversores] de carácter profesional o institucional y los especialmente vinculados a la empresa incumplidora» [ap. 9, párr. b)]. Estas indicaciones nos permiten diferenciar dos categorías de personas excluidas:

- por razón del tipo de inversor, y
- por razón de su vinculación a la empresa incumplidora.

En cuanto al primero de los grupos, nos encontramos ante todo con los llamados inversores «profesionales», que pueden definirse como aquellos que desempeñan, de modo habitual y no con carácter final, actividades relacionadas con valores negociables (debemos lamentar aquí cómo, en ausencia de un concepto legal de «inversores profesionales», se generen dudas y solapamientos con otros conceptos como el de «inversores institucionales» e «inversores sofisticados»). En cuanto a los llamados inversores «institucionales», tenemos ya en nuestro ordenamiento el antecedente del artículo 7.1.a) del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. En dicho precepto, y a título ejemplificativo, se establece que tienen la consideración de inversores institucionales los «Fondos de Pensiones, las Instituciones de Inversión Colectiva, las Entidades aseguradoras, o entidades como las Entidades de Crédito o las Sociedades de Valores, que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables».

Respecto a los inversores «vinculados» con la empresa incumplidora, la Propuesta de Directiva viene a diferenciar a su vez en base a los criterios siguientes:

- por razón de su condición de administradores o directivos de la empresa;
- por razón de su participación en el capital social de la empresa;
- por ser miembros de los organismos de auditoría externos de la empresa;

- por reunir las condiciones anteriormente mencionadas en otras empresas del grupo;
- por tratarse de parientes próximos a los inversores de los grupos anteriormente mencionados;
- por actuar en nombre de inversores incluidos en los grupos anteriormente mencionados;
- por tratarse de empresas del mismo grupo, y
- por tratarse de inversores que, a título individual, hayan obtenido condiciones financieras favorables, siempre que éstas hayan contribuido a agravar la situación financiera de la misma.

De igual forma, debe mencionarse que, a diferencia de la Propuesta de Directiva, el precepto comentado únicamente contempla supuestos de exclusión de la garantía, pero no de reducción de la misma. Se nos antoja poco oportuna esta omisión en la medida en que hubiera permitido graduar la cobertura proporcionada por el FGI en función del desvalor que hubiera merecido, en cada caso, el criterio de vinculación que se apreciara en el inversor; así, mientras que parece razonable que los administradores y directivos deban sufrir con todo rigor la exclusión de la garantía, el parentesco o la participación en el capital social de la empresa incumplidora parecen en sí mismos criterios menos concluyentes.

Respecto a las exclusiones totales por blanqueo de capitales, resultará de aplicación lo dispuesto por la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, que es precisamente la que traspone la Directiva 91/308/CE.

Finalmente, resta solamente decir en este punto que la redacción técnica adoptada, por la cual se especifica que la «sanción» consiste en *la exclusión de la garantía*, es acertada y mucho más afortunada que la fórmula adoptada por el artículo 4.3 del RD 567/1980, de 28 de marzo, en virtud del cual podía dejarse en suspenso el reembolso de los depósitos mientras no mediara declaración judicial (nuestra doctrina ya puso de manifiesto el carácter exorbitante de esta sanción jurídica, que interfiere sobre el juego de la relación contractual del depósito en sí mismo considerado, que debe estar exclusivamente gobernado por normas de Derecho privado)¹⁷.

4. PROCEDIMIENTO PARA LA FORMULACIÓN DE UNA RECLAMACIÓN ANTE EL FGI

Abordaremos aquí el problema del carácter automático de la obligación de garantía o, por el contrario, la necesidad de que sea el inversor

¹⁷ Véase DE LA CUESTA RUTE, *El Fondo de Garantía...*, cit., pág. 257.

quien reclame su aplicación, así como el procedimiento en base al cual se tramita dicha reclamación.

El artículo 9 de la Propuesta de Directiva contempla la necesidad de que sean los inversores que se consideren afectados quienes «reclamen» sus derechos, exigiendo con ello una iniciativa específica del inversor para que pueda operar la cobertura prevista por el sistema de garantía de inversiones. Se establecen, además, unos plazos, pasados los cuales el inversor puede llegar a perder su derecho. Esta es, por otro lado, la fórmula seguida en el Derecho comparado, en donde no existe automatismo alguno en este sentido.

El párrafo 7 del artículo 77 del Proyecto comentado es inequívoco sobre el particular al establecer que «los inversores... podrán solicitar a la Sociedad Gestora... la ejecución de la garantía», aunque no establezca plazo para ello, ni haga referencia alguna a las consecuencias de la no reclamación por el inversor a la Sociedad Gestora. A nuestro juicio, no puede asimilarse a dicha reclamación la solicitud que hubiera formulado el inversor a la empresa de inversión relativa a la devolución de los fondos o valores que le hubiera confiado [ap. b) del párr. 7].

Asimismo, debe subrayarse que la solicitud que necesariamente debe plantear el inversor se realizará ante la Sociedad Gestora del Fondo. En este sentido, la formulación de una reclamación por parte del inversor perjudicado ante el organismo competente para la gestión del sistema de garantía de inversiones ha sido objeto de escasa atención por parte del legislador comunitario.

Por una parte, y en cuanto al plazo previsto para la formulación de una reclamación por parte del inversor, el artículo 9 de la Propuesta de Directiva recoge un mandato a los Estados miembros al objeto de que deba preverse un plazo no inferior a seis meses para que los inversores puedan reclamar sus derechos, sin que pueda invocarse por los gestores del sistema la expiración del plazo para rechazar una reclamación cuando el inversor se haya visto en la imposibilidad de reclamar sus derechos en el plazo señalado. La cuestión no admite fácil solución por cuanto que si, por una parte, parece lógico que no puedan admitirse reclamaciones extemporáneas, se abre dicha posibilidad siempre y cuando el inversor «... se haya visto en la imposibilidad de reclamar...». Entendemos que, una vez expirado el plazo, corresponderá al inversor probar que las causas por las que no formuló su reclamación en tiempo, debiendo entonces determinarse por los gestores del sistema si las mismas son o no admisibles. Nada se dice en el Proyecto sobre este particular, quedando el mismo pendiente de desarrollo reglamentario por parte del Gobierno [art. 77.9, párr. a), del Proyecto].

Por otra parte, y desde una perspectiva más sustantiva de las modalidades en que puede formularse una reclamación morosa, la Propuesta de Directiva no proporciona indicación alguna al respecto, por lo que entendemos que queda al criterio del inversor la forma en la que se realice dicha reclamación, sin perjuicio de los posibles problemas de prueba que pudieran derivarse para el caso en que no hubiera fehaciencia de la fecha o siquiera de la existencia de dicha reclamación.

5. PLAZO PARA EL PAGO DE LA GARANTÍA POR EL FGI

El artículo 9.2 de la Propuesta de Directiva recoge un mandato a los Estados miembros para que el sistema de garantía que se instituya pueda satisfacer los derechos de los inversores «... en cuanto sea posible, y a más tardar, tres meses después de haberse establecido la existencia y el importe de dichos derechos...».

Esta cuestión ha quedado nuevamente pendiente de desarrollo reglamentario [véase ap. a) del art. 77.9 del Proyecto de Reforma de la LMV].

6. SUBROGACIÓN

El artículo 12 de la Propuesta de Directiva recoge el principio de que, sin perjuicio de los otros derechos que pueda conferirle la legislación nacional, un sistema de garantía de inversiones que indemnice a los inversores se subrogará a éstos en sus derechos, en el procedimiento de liquidación, por un importe igual a la indemnización abonada.

Pues bien, el apartado 7. último inciso, del precepto comentado establece idéntico principio al consagrar 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 hubieses sido abonada como indemnización».

Ya en relación con el FGD, nuestra doctrina había advertido sobre la insuficiencia de la norma para que se opere dicha subrogación, teniendo en cuenta lo dispuesto en el Código Civil en base al cual se exigiría al inversor un documento en el que se estableciera con claridad la subrogación³⁹. Asimismo, debe tenerse presente lo dispuesto por el artícu-

³⁹ DE LA CUESTA RUTE, *El Fondo de Garantía...*, cit., pág. 259.

lo 1213 del CC, según el cual el acreedor parcialmente satisfecho puede ejercitar su derecho frente a la empresa de inversión con preferencia al Fondo subrogado.

VIII. PROCEDIMIENTOS DE INFORMACION A LOS INVERSORES

De nuevo, asistimos al papel central que desempeña la información dentro del contexto más amplio de un sistema jurídico de protección del inversor. Es por ello que el Considerando 25 de la Propuesta de Directiva establece que «la información al inversor sobre las modalidades en materia de garantía constituye un elemento fundamental de su protección y, por consiguiente, debe estar sujeta a un mínimo de disposiciones vinculantes». Pero es que, además, la información es plenamente consonante en este caso con otro de los objetivos fundamentales de un sistema de garantía de inversiones como es el mantenimiento de la confianza en el sistema financiero (véase Considerando 3 de la Propuesta de Directiva).

Es por ello que el artículo 10 de la Propuesta de Directiva recoge exhaustivamente un conjunto de procedimientos de información a los inversores, que se nos antojan ciertamente importantes. Así, el apartado primero del precepto citado establece que «los Estados miembros velarán porque 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 garantía de inversiones al que pertenecen la empresa de inversión y sus sucursales dentro de la Comunidad», incluyendo también el nivel de cobertura del sistema y la exclusión, en su caso, de la empresa de inversión del sistema.

Junto a esta información material, la Propuesta de Directiva establece obligaciones adicionales de información de carácter *instrumental* relativas a las condiciones de aplicación de la garantía y los trámites que deben cumplirse con el fin de obtener una indemnización.

Por último, las obligaciones de información se complementan con exigencias de tipo formal, relativas al idioma en que la misma se facilite y a que la información deberá estar redactada «en una forma fácilmente comprensible».

Junto a la información que deben proporcionar las empresas de inversión a sus clientes, la complejidad, que puede llegar a revestir en algún caso una reclamación por parte de un inversor, aconseja que sea la propia Administración Pública la que establezca unos cauces adecuados

de información al mismo. En este sentido se nos antojan de gran utilidad la publicación de folletos, de fácil lectura y manejo, en los que se expongan al inversor interesado los rasgos generales de funcionamiento del FGI y las formalidades que deben cumplirse para formular una reclamación; así, la preocupación existente en el Reino Unido por hacer el sistema de garantía de inversiones próximo al inversor (*user friendly*) ha dado lugar a la publicación de varios folletos explicativos, que son un ejemplo excelente de esta filosofía de acercamiento a los inversores³⁹.

Si la información completa y puntual a los inversores constituye una de las preocupaciones fundamentales, tanto de la LMV y del Proyecto de Reforma del mismo, como de la propia CNMV, se echa de menos en el Proyecto comentado referencia alguna a estos aspectos, por lo que entendemos que sería una buena ocasión poner remedio a esta laguna en la fase de tramitación parlamentaria del mismo.

BIBLIOGRAFIA

- ADAMS, G.: «Beware – moral hazard», en *EFSL*, octubre 1995, págs. 258 y ss.
- BLOOMENTAL, H., y SALCITO, D.: «The Securities Investor Protection Corporation and the SEC», en *U. Colo. L. Rev.*, vol. 54, 1983, págs. 161 y ss.
- BRENNAN, B.: «The role of SIPC in brokerage failures: a case study of the demise of Bell and Beckwith», en *Sec. Reg. L. J.*, vol. 13, 1985, págs. 18 y ss.
- CHAN, Y.; GREENBAUM, S., y THAKOR, A.: «Is fairly priced deposit insurance possible?», en *J. Fin.*, vol. 47, 1992, págs. 227 y ss.
- CHESTON, S.: «Investor protection under the SIPA: a reassessment and recommendations for future change», en *Colum. J. L. & Soc. Probs.*, vol. 19, 1985, págs. 69 y ss.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES: *Informe Anual 1992*, Madrid, 1993.
- DALR, R.: «The regulation of investment firms in the European Union (Part 1)», en *JIBL*, vol. 10, 1994, págs. 394 y ss.
- DE LA CUESTA RUTE, J. M.: «Repercusión de la crisis de las empresas bancarias en sus operaciones. En particular, los fondos de garantía de depósitos», en AA.VV., *Contratos bancarios* (Eds. R. GARCÍA VILLAVERDE y R. BONARDELL LOZANO), Madrid, 1992, pág. 979.
- «El Fondo de Garantía de Depósitos», en AA.VV., *El Derecho del mercado financiero* (Dir. A. ALONSO UREBA y J. MARTÍNEZ-SIMANCAS), t. 1, vol. 2, Madrid, 1994, págs. 259-262.
- DIAMOND, D., y DYBVIK, P.: «Banking theory, deposit insurance and bank regulation», en *J. Bus.*, vol. 59, 1986, págs. 55 y ss.

³⁹ Véase THE INVESTORS COMPENSATION SCHEME, *How we handle your claim for compensation*, Londres, 1994; SECURITIES AND INVESTMENT BOARD, *Compensation for investors*, Londres, 1992.

- DIAMOND, D., y DYBVIK, P.: «Bank runs, deposit insurance and liquidity», en *J. Pol. Econ.*, vol. 91, 1983, págs. 401 y ss.
- FERRARINI, G.: «Towards a European law of investment services and institutions», en *CMLR*, vol. 31, 1994, págs. 1283 y ss.
- FLANNERY, M.: «Pricing deposit insurance when the insurer measures bank risk with error», en *J. Bk. & Fin.*, vol. 15, 1991, págs. 975 y ss.
- FRANCH I SAGUER, M.: *Intervención administrativa sobre Bancos y Cajas de Ahorros*, Madrid, 1992.
- GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J.: «La reforma del régimen del Fondo de Garantía de Depósitos en establecimientos bancarios», en *RDBB*, núm. 55, págs. 569 y ss.
- GARRIDO TORRES, A.: «Crisis bancarias y regulación financiera: el seguro de depósitos», en *Documentos de Trabajo*, núm. 22/91, Servicio de Estudios, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, Barcelona.
- GARTEN, H.: «Banking on the market: relying on depositors to control bank risks», en *Yale J. Reg.*, vol. 4, 1986, págs. 129 y ss.
- *Why bank regulation failed: designing a bank regulation strategy for the 1990s*, Nueva York, 1991.
- HERNÁNDEZ GARCÍA, A.: «El Mercado Único de Valores: la Directiva sobre Servicios de Inversión. Algunas implicaciones para España», en AA.VV., *Mercado de Valores y Mercado Financiero Único. Perspectivas del Sistema Financiero*, vol. 49, Madrid, 1995, págs. 1 y ss.
- JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A.: «El Fondo de Garantía de Depósitos en establecimientos bancarios», en AA.VV., *Estudios de Derecho público bancario* (Dir. S. MARTÍN-RETORTILLO), Madrid, 1987, págs. 175 y ss.
- KENDALL, S., y LEVONIAN, M.: «A simple approach to better deposit insurance pricing», en *J. Bk. & Fin.*, vol. 15, 1991, págs. 999 y ss.
- LARGO GIL, R.: «La tutela de los depositantes ante las crisis financieras de las entidades de crédito. En particular, el supuesto de las cuentas con varios titulares», en *RDBB*, núm. 58, págs. 393 y ss.
- LOMNICKA, E.: «EC harmonisation of investor compensations schemes», en *EFSL*, 1994, pág. 17.
- MACEY, J., y MILLER, G.: *Deposit insurance, the regulatory contract, and the mismatch in the term structure of bank' assets and liabilities* (Siena, noviembre 1994, manuscrito no publicado).
- «Bank failure: the politicization of a social problem», en *Stan. L. Rev.*, vol. 45, 1992, págs. 289 y ss.
- «Bank failures, risk monitoring, and the market for bank control», en *Colum. L. Rev.*, vol. 88, 1988, pág. 1153.
- McKENZIE, G., y KHALIDI, M.: «The EU Directive on Deposit Insurance: a critical evaluation», en *J. Comm. Mkt. Stud.*, vol. 32/2, 1994, págs. 171 y ss.
- ONADO, M.: *Le crisi delle imprese di investimento e la protezione degli investitori* (Siena, noviembre 1994, manuscrito no publicado).
- OCDE: *Systemic risks in securities markets*, París, 1991.
- PAGE, A. C., y FERGUSON, R. B.: *Investor protection*, Londres, 1992, págs. 771 y ss.
- PENNACHI, G.: «A reexamination of the over (or under-) pricing of deposit insurance», en *J. Mon., Cred. & Bk.*, vol. 19, 1987, págs. 341 y ss.

- RODRIGUEZ FERNÁNDEZ, J. M.: «En torno a la reforma del seguro de depósitos», en *PEE*, núm. 54, 1993, págs. 77 y ss.
- ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.: «La declaración judicial de la suspensión de pagos», en AA.VV., *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. III, Madrid, 1994, págs. 2315 y ss.
- «El estado de crisis económica», en AA.VV., *La reforma del Derecho de quiebras. Jornadas sobre la reforma del Derecho concursal*, Madrid, 1982, págs. 121 y ss.
- SÁNCHEZ CALERO, F.: «El Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios», en *RDBB*, vol. 1, 1981, pág. 34.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: «Confusión de patrimonios y servicios de inversión», en *BBTC*, 1995, págs. 785 y ss.
- SCHÄFER, F.: «Materielle aspekte der EG-Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen», en *AG*, 1993, págs. 390 y ss.
- SECURITIES AND INVESTMENT BOARD: *Regulation of investment business: the New Framework*, Londres, 1985.
- *Compensation for investors*, Londres, 1992.
- *Proposed amendment to the ICS Rules*, Consultative Paper 86, Londres, febrero 1995.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: *Study of Unsafe and Unsound Practices of Brokers and Dealers*, H. R. Doc. No. 231, 90 Cong., 1st Sess., Washington D. C., 1967.
- TAPIA HERMIDA, A. J.: «Las Directivas sobre servicios de inversión y sobre adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito», en *RDBB*, vol. 52, 1993, págs. 1185 y ss.
- «Nuevas tendencias en la responsabilidad civil de los gestores de carteras de valores en el Derecho español comparado», en *RDBB*, vol. 55, 1994, págs. 782 y ss.
- «Artículo 4. Criterios de homogeneidad», en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores* (Dir. F. SÁNCHEZ CALERO), Madrid, 1995, págs. 73 y ss.
- THE INVESTORS COMPENSATION SCHEME: *How we handle your claim for compensation*, Londres, 1994.
- VAUPLANE, H. DE, y BORNET, J. P.: *Droit de la Bourse*, París, 1994.
- VICENT CHULIÀ, F.: *Compendio crítico de Derecho mercantil*, t. II, 3.ª ed., Barcelona, 1990.