

**Regulación financiera
y protección del inversor:
1, 2, 3... Gescartera**

netbiblo

REGULACIÓN FINANCIERA Y PROTECCIÓN DEL INVERSOR: 1, 2, 3... GESCARTERA.

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del Copyright.

DERECHOS RESERVADOS © 2001, respecto a la primera edición en español, por
NETBIBLO, S.L.

Avda. Manuel Azaña, 56, 3º A
15011 A Coruña (España)

<http://www.netbiblo.com>
editorial@netbiblo.com

ISBN: 84-9745-001-9

Deposito Legal: C-2001-2001

Editor: Carlos Iglesias

Diseño de Cubierta e Interior: Eduardo Bóveda

Compuesto en: Centerprint, S.L.

Impreso en: Centerprint, S.L.

IMPRESO EN ESPAÑA - PRINTED IN SPAIN.

**REGULACIÓN FINANCIERA Y
PROTECCIÓN DEL INVERSOR:
1, 2, 3... GESCARTERA.**

Antonio Grandío Dopico

José A. Novo Peteiro

Antonio Grandío Dopico

Catedrático E. U. Empresariales
Universidad de A Coruña

José A. Novo Peteiro

Profesor Titular de Fundamentos de Analisis Económico
Universidad de A Coruña

INDICE

Parte I

1. A modo de Introducción.....	11
2. Cambios en la legislación financiera.	19
3. Crisis bancaria.	25
4. Deslealtades en banca.....	31
5. Gescartera.	35
6. Lecciones a considerar. Una aproximación.....	41

Parte II

7. Introducción.....	51
8. El marco de análisis	57
8.1. La teoría de la intermediación financiera	59
8.2. La teoría de la regulación	61
9. Los objetivos de regulación financiera	65
10. Los instrumentos de regulación financiera	71

Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el Régimen Jurídico de las empresas de servicios de inversión. B.O.E. de 7 de agosto de 2001	89
---	----

Real Decreto 948/2001 de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores. B.O.E. de 4 de agosto de 2001	137
--	-----

**Mecanismos de protección
del inversor:
1, 2, 3... Gescartera**

Antonio Grandío Dopico
Catedrático E. U. Empresariales
Universidad de A Coruña

“La finalidad fundamental del Derecho económico actual es pues la de construir un mercado en el cual se asignen los recursos económicos con un máximo de eficiencia y se minimice el nivel de precios y costes. Libertad de empresa y supresión de barreras innecesarias para la entrada de nuevos oferentes, suficiencia, objetividad y transparencia de la información que se facilita a los consumidores, supresión de oligopolios y posiciones de dominio, lucha contra cualquier tipo de práctica restrictiva de la competencia, libertad de fijación de precios y demás condiciones de las operaciones. Estos son los parámetros de evolución del derecho económico actual, que también encuentran plena aplicación en el mercado financiero.

El mercado financiero es la principal división dentro del mercado en general. Se distingue del de bienes y servicios por su objeto: es el dinero, bien directamente, bien representado en valores negociables.”

Fernández-Armesto, J. y De Carlos Bertrán, L. El Derecho del Mercado Financiero. Civitas. 1992.

“Desde el inicio de la actividad bancaria –con la creación de las Taulas de Canvi (1401)- han existido crisis bancarias. Crisis motivadas, en su mayoría, por el comportamiento de los banqueros, con conductas especulativas, concentración de inversiones, y falta de profesionalidad; pero también por causas ambientales, como puede considerarse la conducta de los monarcas que recurren a las suspensiones de pagos, las malas cosechas y las recesiones económicas, la crisis de los mercados financieros internacionales, etc.

Las causas que motivan las crisis se repiten, aunque no así el tratamiento de las mismas. Desde una concepción sancionadora y liquidatoria de los bancos afectados por la crisis, que resuelve el mercado con la desaparición de dichas entidades, se ha pasado en el presente siglo a detectar un creciente protagonismo del Banco de España, del Estado y de la comunidad bancaria, que asumen la protección de los depositantes e intenta evitar los efectos de la crisis sobre el resto del sistema bancario mediante políticas de salvamento de los bancos en crisis.”

Cuervo, A. La crisis bancaria en España. 1977-1985. Editorial Ariel, 1988.

CAPÍTULO 1

A MODO DE INTRODUCCIÓN

Los hechos económicos positivos y negativos, con relativa frecuencia y con modificaciones en función del desarrollo que experimenta una sociedad, suelen repetirse.

En una brillante Tesis Doctoral de García Coto (2001), de cuyo tribunal tuve el honor de formar parte, se afirma lo siguiente:

“A medida que un país se desarrolla, su sistema financiero tiende a hacerse más complejo y a jugar un papel más relevante en el proceso de ahorro e inversión. El conjunto de instrumentos, instituciones, intermediarios y mercados que lo forman tienen que cumplir su cometido y facilitar el avance hacia una asignación más eficiente de los recursos.

La evolución del Sistema Financiero español entre 1985 y 1999 se enmarca en esos parámetros. El análisis del intercambio de flujos sectoriales de financiación, demuestra, en primer lugar, el crucial protagonismo adquirido por el sector de los hogares o familias y por el sector “resto del mundo” como suministradores de “capacidad de financiación”; en segundo lugar, la presión ejercida por el sector de las Administraciones Públicas como tomador de recursos financieros y, en tercer lugar, el papel secundario que han tenido las empresas no financieras, aspecto este último que parece estar modificándose a lo largo de los últimos tres años de la década de los 90.

Dentro de ese marco, se ha producido en España un proceso de “desintermediación financiera” que ha consistido en la sustitución de la actividad intermediaria tradicional de las entidades bancarias por la financiación directa a través de los mercados de valores. Se está produciendo, en suma, una transición desde el modelo de sistema financiero en el que predominan los intermediarios bancarios (banking-oriented) hacia aquel en el que el papel preponderante lo tienen los mercados de valores (market-oriented) y que caracteriza a los países anglosajones con Estados Unidos a la cabeza.

En este proceso de transición han tenido un papel determinante los hogares o familias. Su riqueza en activos financieros ha aumentado y la estructura de su cartera se ha modificado de forma radical entre 1985 y 1999. El desplazamiento desde productos tradicionales de ahorro hacia nuevos instrumentos queda reflejado en las cifras siguientes:

- Los depósitos de ahorro y plazo fijo pierden su posición como activo financiero principal en la cartera de activos financieros de los hogares españoles. Si en 1985 representaban un 44% de la cartera efectiva total, en 1999 apenas superaba el 23%.
- La contrapartida a la caída de los depósitos de ahorro y plazo se encuentra en uno de los instrumentos de inversión colectiva: los fondos de inversión. Desde posiciones inferiores al 1% en 1985 han pasado a representar un 18% de la cartera total en 1999, cifra ya cercana a la representada por los depósitos de ahorro y plazo.
- Otros instrumentos de inversión colectiva como son los fondos de pensiones y los seguros de vida crecen desde el 1,8% de la cartera total en 1985 al 10,5% en 1999.
- Las acciones poseídas por los hogares de forma directa, cotizadas o no, se convierten, desde 1998 en el activo financiero con mayor peso en su cartera de activos financieros. En 1999 representan el 35%, 11 puntos más que en 1985. El crecimiento absoluto y relativo de este activo financiero se produce, especialmente, entre 1996 y 1999 apoyado en el comportamiento alcista del mercado bursátil.

Este cambio estructural viene acompañado, además, por un elevado crecimiento en términos absolutos y relativos:

- La cartera de activos financieros de los hogares españoles tenía un valor aproximado de 226.000 millones de euros en 1985 y, 14 años después, en 1999, alcanza 1,1, billones de euros.
- La relación entre activos financieros de los hogares españoles y el PIB pasa del 133% del PIB en 1985 al 201% en 1999. La riqueza financiera de los hogares españoles crece, por consiguiente, a tasas muy superiores al PIB.
- La posición financiera de los hogares españoles medida como relación entre los pasivos y activos financieros se fortalece. Si en 1992 la relación entre activos y pasivos financieros era del 45%, en 1999 se había reducido hasta el 29%.

De la evolución y nueva configuración del patrimonio financiero de los hogares emerge con especial relevancia el fenómeno de la inversión colectiva, en el que se encuadran figuras como los fondos de inversión, las sociedades de inversión mobiliaria, los fondos de pensiones y los seguros de vida. Entre 1985 y 1999 el valor de las participaciones en fondos de inversión en manos de los hogares ha crecido a una tasa anual acumulativa del 44,5%. En el caso de los fondos de pensiones la tasa de crecimiento es del 25% anual acumulativa. Para el sistema financiero español esta evolución tiene una extrema importancia porque se va conformando lo que se denomina inversión institucional.

El análisis de las tendencias que el ahorro de los hogares ha seguido en las principales economías desarrolladas, y sobre todo en Estados Unidos y el Reino Unido, sugiere que las tendencias observadas en España, que concuerdan con las observadas en la mayor parte de los países europeos continentales, se mantendrán en los próximos años.”

Una de las más acusadas características del sistema financiero español, Grandío Dopico y otros, (1997), es el rápido y profundo proceso de cambio al que está sometido, impulsado por un conjunto de factores que han modificado la tradicional concepción del negocio bancario y cuyos efectos se extienden desde la aparición de nuevas instituciones y productos hasta la introducción de innovaciones en los mercados financieros.

Un hecho fundamental es la correlación existente entre la transformación experimentada por el sistema financiero y el mayor conocimiento e interés que por los aspectos económicos se aprecia por parte de la población, cada vez más informada gracias a la atención creciente que los distintos medios de comunicación vienen prestando a estos asuntos, junto con las campañas publicitarias de las entidades del sector que han de competir en un mercado cada vez menos regulado.

Así, los agentes económicos muestran cada vez más una mayor sensibilidad ante los tipos de interés y la calidad de los servicios, cambiando paulatinamente sus deseos de mantener sus excedentes de fondos en forma de depósitos bancarios por otras fórmulas más rentables para su dinero. Asistimos, así, a un imparable desarrollo de la llama-

da “desintermediación financiera”, que representa un menor coste para el emisor-prestamista, al mismo tiempo que proporciona una comisión al intermediario financiero que presta el servicio, abandonando este la asunción del riesgo típico de la intermediación, perdiendo de esta forma parte de su significado el propio concepto de “entidad de depósito” con el que se ha identificado siempre a las instituciones que componen el “sistema bancario” (Banca Privada, Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito).

Diversos factores han impulsado este proceso de acelerado cambio, unos de tipo normativo como las variaciones en la fiscalidad de los distintos activos financieros o la liberalización y desregulación de los mercados, y otros –los más numerosos y significativos-, nacidos de la misma estructura del mercado, como su internacionalización, la inflación, el déficit público, los avances tecnológicos o la ya mencionada mayor cultura financiera de la población, que incrementan la competencia entre las distintas entidades participantes en los mercados financieros.

La consecuencia más visible es el surgimiento de nuevas actividades por parte de la Banca, que para hacer frente a la competencia de los nuevos intermediarios del dinero que van surgiendo, pasa a gestionar una gama de productos y servicios hasta entonces no incluidos dentro de su actividad tradicional, circunstancia que –entre otros efectos- ha producido una modificación en la composición de su cuenta de resultados en la que ya tiene una apreciable importancia el capítulo de comisiones por servicios.

En España hemos vivido una crisis bancaria de importantes repercusiones. Hemos vivido, también, durante los primeros años 90, distintas situaciones de bancas clandestinas. Nunca, hasta ahora, en todo lo concerniente a sociedades de inversión, salvo casos de menor cuantía (AVA, etc.) se había visto una situación como la de Gescartera. Sin lugar a dudas, Gescartera es un tema muy negativo que tiene implicaciones, éticas, judiciales, políticas y sociales que no pueden enmarcarse en una reflexión de esta naturaleza.

Afecta, también, a otras empresas de servicios de inversión que han tenido un comportamiento absolutamente lícito y que han participado en la consecución de un mercado financiero más moderno y eficaz.

Comparto la opinión del Gobernador del Banco de España (El País 02/09/2001) sobre esta situación y la valoración que realiza de la supervisión -“Creo que Gescartera es un tema importante y un tema muy negativo, pero esto sucede en muchos países.”- “Modificar la supervisión es totalmente improcedente. El modelo de supervisión que hay en España es el más conveniente para este país. Es posible que en otros países a lo mejor sea bueno otro, tengo mis dudas. Para ser justos, no creo que los dos modelos, el de supervisión especializado o el modelo de supervisión unificada, hayan mostrado que uno sea mejor que otro de una manera contundente y clara. Creo que en los pros y los contras hay muy buenos argumentos a favor de uno u otro. En el caso de España, mi opinión personal es que el modelo diferenciado, en que la supervisión bancaria está en el Banco de España, está funcionando muy bien. Para la supervisión de los mercados de valores está la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que si hacemos un análisis global de su evolución hay que valorarla muy positivamente. Y es bueno también que la supervisión de seguros esté especializada”.

La experiencia española demuestra que la alta especialización de los equipos del Banco de España y de la Dirección General de Seguros, como han demostrado en las situaciones de crisis que han tenido que afrontar, completa -junto con las actuaciones inspectoras que llevan a cabo- de manera eficaz todo lo concerniente a supervisión y control. En las empresas de servicios de inversión, por el contrario, como demuestra el Real Decreto 867/2001 (B.O.E. 7/08/2001) estaban pendiente de regular aspectos como el fondo de garantía, etc. Además de lo anterior, no hubo nunca precedentes de crisis y, sin ánimo de generalizar, de la experiencia de situaciones límite surge siempre un más eficiente control.

CAPÍTULO 2

CAMBIOS EN LA LEGISLACIÓN FINANCIERA

El intento de sistematizar la ordenación legal del Sistema Financiero Español no es tarea fácil. El autor de una de las pocas obras escritas Martín Oviedo, (1987), opina que las dificultades provienen tanto de la falta de precedentes como del carácter disperso de nuestra actual legislación en esta materia. “La fragmentación -señala- que aún padecemos no tiene su origen exclusivo en la tan conocida capacidad innovadora de este sistema. Se debe, tanto o más a una cierta actitud de pereza del legislador -y, ¿por qué no decirlo?, de la doctrina que habría de iluminarle-, que se deja arrastrar por categorías superadas y se sustrae a una idea sistemática y a la vez real, abandonándose a la engañosa facilidad de las normas coyunturales de escasa coherencia entre sí. Semejante estado de cosas hace que, cercano ya el final del siglo XX, el “ordenamiento jurídico financiero” constituya aún entre nosotros una referencia utópica que solo podrá convertirse en realidad, como en otros casos ha sucedido, si existen previos esfuerzos científicos para construirlo”.

A las dificultades señaladas han venido a sumarse otras, que presentan una importancia fundamental en la vida económica y que, en consecuencia, hay que tener muy en cuenta. Es importante considerar como las modificaciones que se producen en la vida económica, afectan a su propia ordenación. Como señala Baldo del Castaño (1984), el Derecho tiene como finalidad realizar los valores de justicia y seguridad de las relaciones sociales, y si bien aquellos valores son constantes e inmutables, no ocurre lo mismo con la realidad social, cambiante constantemente en función de las invenciones humanas y del devenir político, económico y social de los pueblos; de aquí que para la realización de los valores indicados, las normas jurídicas cambien y tengan distinta estructura y contenido.

Esta valoración -que suscribo en su integridad- presenta una clara relación con lo acaecido en todo lo relacionado con las modificaciones experimentadas por la Legislación Financiera.

Así, hechos ocurridos recientemente (Estado de las Autonomías, Unión Europea, Euro) modifican sustancialmente las reglas de juego -la ordenación- cuyo conocimiento es totalmente necesario para poder acometer la tarea de decidir, bien a nivel de economía

particular o -con indudable mayor repercusión económica- a nivel de empresa.

La mayoría de las legislaciones tuvieron como objetivo fundamental la defensa y protección de los intereses de depositantes y accionistas. Por eso, aunque el establecimiento de condiciones que permitan a las autoridades monetarias imponer una determinada política crediticia fuese un objetivo que no estaba ausente en las preocupaciones de las autoridades monetarias, la finalidad esencial de la legislación bancaria fue la de mantener un nivel técnico elevado y sano de la práctica bancaria.

El poder político, por razones de interés general, ante la creciente diversificación y especialización de las entidades financieras, se vio obligado a ampliar el ámbito de intervención a todo el conjunto de intermediarios financieros.

Es un hecho, aceptado con absoluta generalidad, que pocas profesiones o actividades mercantiles se hallan sometidas a tan férreo control legislativo y reglamentario como es el caso de las entidades financieras. La justificación de lo expuesto aparece sintetizada en la exposición de motivos de la Ley sobre Disciplina de las Entidades de Crédito, cuya base argumental se expone a continuación:

- La experiencia de muchos años, vivida dentro y fuera de España, pone de manifiesto la necesidad de someter a las entidades financieras a un régimen especial de supervisión administrativa. Este intervencionismo debe ser más intenso que el que soportan la mayoría de los restantes sectores económicos.
- El gran público, en general, no dispone de medios ni de información adecuada para calibrar la solvencia de aquellas entidades en las cuales deposita sus ahorros. Por consiguiente, la regulación y la supervisión pública deben suplir esas carencias y facilitar la confianza en las entidades de crédito.

Aceptado lo anterior hay que señalar, también, que no existe otro sector de nuestra vida social en el que la regulación legal acuse semejantes grados de complejidad y confusión. Es altamente problemático codificar el conjunto de disposiciones “incluso para los servicios que

tienen a su cargo la gestión doméstica de aquellas”. En relación con lo señalado Martín Oviedo (1987) afirma lo siguiente: “Quien, por necesidad o simple curiosidad, se asome al conjunto de normas que regulan la actividad bancaria, o la más general de las entidades financieras, puede notar síntomas inequívocos de stress mental. Aquel conjunto de normas ofrece más la imagen de un conglomerado confuso que la de un sistema ordenado. La misma búsqueda de las normas vigentes en una sola materia lleva a picotear en docenas de aquéllas, forzados por remisiones y contrarremisiones que alcanzan en ocasiones el tenor de lo grotesco”.

Puede concluirse, en función de lo señalado, lo siguiente:

- La normativa destinada a mejorar la protección de la clientela bancaria, en España, se compara perfectamente con la de otros países de nuestro entorno e, incluso, es más amplia por que afecta a las relaciones del sistema bancario con todo tipo de clientes: personas física o jurídicas, empresarios o consumidores.
- Contrariamente a lo anterior, la normativa que afecta a las empresas de servicios de inversión no la conoce el gran público y, en muchos casos, es de reciente aparición.
- El consumidor comprende con dificultad determinados contratos de adhesión y productos sofisticados que le son ofertados.

En función de lo expuesto, parece oportuno aprovechar la Ley Financiera, cuando se promulgue, para simplificar el exceso de regulación, darle mayor coherencia y dotar de mayor transparencia las relaciones entre el público y las sociedades de inversión.

CAPÍTULO 3

CRISIS BANCARIA

En un magnífico libro, en dos tomos, que es de lectura obligada para conocer la evolución de la banca española y lo que supuso para el sistema la crisis bancaria, Rafael Termes (1991), expone lo siguiente:

En enero de 1978 se conoce que la situación del Banco de Navarra es insostenible. Esta crisis era la primera manifestación de un problema de más calado que afectó en los años posteriores a un buen número de Bancos.

Según el análisis realizado por Rafael Termes, entre esa fecha y hasta 1985 se cuentan 56 bancos en situación difícil, que representan el 54% de los bancos españoles y un 21% de su activo:

- En 8 casos las situaciones críticas no han trascendido al público, pudiendo aparecer como tomas de control o absorciones de carácter comercial.
- En 27 casos intervino el Fondo de Garantía de Depósitos y el Banco de España.
- 20 casos son de bancos integrados en el grupo RUMASA, y
- En el caso del Banco del País, simplemente se canceló la autorización de funcionamiento.

La primera causa de esta situación hay que buscarla en la crisis económica iniciada en 1974 que afecta al mundo empresarial y que acaba por transmitirse a la banca. En palabras del profesor Termes “si las empresas andan mal, los activos bancarios acabarán siendo malos”.

Pero la crisis económica solo puede explicar parcialmente la situación a la que llegaron los bancos que han sido sometidos a operaciones de salvamento. Una mala gestión y la actitud ante el riesgo han tenido mucho que ver en ello. En los años 60, la euforia económica y financiera encubrió casi toda clase de imprudencias y errores, cuyos efectos aparecen al cambiar la coyuntura. La crisis no ha sido la causa de los males de estos bancos; ha sido simplemente la causa de que estos males ocultos, pero largo tiempo existentes, se pusieran de manifiesto, encargándose la coyuntura económica de magnificar y acelerar sus problemas.

Es significativo, siguiendo el análisis realizado por el profesor Termes, que:

- 19 situaciones críticas correspondan a bancos nuevos autorizados a partir de 1962. En este sentido cabría cuestionar la política realizada de fomentar la competencia en base a autorizar el acceso a la actividad bancaria a personas con una solvencia y profesionalidad no suficientemente probadas.
- Otras 34 situaciones se producen como consecuencia de aventuras expansionistas, generalmente basadas en la adquisición de bancos familiares que hasta entonces se habían mantenido sanos.
- Los bancos de RUMASA constituyeron un caso atípico dentro de la banca española, y no porque la actuación de los mismos lo sea, sino porque, para nosotros, acostumbrados acaso a que los bancos tengan empresas, es atípico que las empresas tengan bancos. Por esta razón, la banca sabía que si algo pasaba a los bancos de RUMASA, el problema no podría ser resuelto dentro el sector bancario, ya que las implicaciones que los bancos tenían en las empresas harían prácticamente imposible acotar el problema a los propios bancos. Un eventual problema de RUMASA sería un problema de Estado, si éste no quería dejar caer en el desempleo a la gran cantidad de personas que dependían del grupo.

El peso del coste de la crisis se hizo recaer sobre los bancos y sobre el resto del país. Señala el profesor Termes que “lo que no se puede hacer es abrir las puertas a la profesión bancaria y luego impedir el libre juego de las reglas del mercado, salvando a las entidades de sus propios errores”.

La propia operación de compra de un banco, a un precio fuera de lo razonable, sin haberse pagado más que una mínima parte, permitió el acceso de los compradores al gobierno del banco.

La obsesión por crecer, sin consideración alguna para la rentabilidad y la solvencia, llevó a políticas de expansión de sucursales, con aumento desorbitado de gastos; a políticas de captación de recursos con intereses fuera de mercado; a la ausencia de rigor en el otorga-

miento de créditos y a la concentración del riesgo haciendo caso omiso de las disposiciones administrativas; a la abusiva concesión de avales y otros compromisos de firma, ignorando, por falta de profesionalidad, que para un banquero es más arriesgado, por ser más fácil, firmar que desembolsar; a la renovación de verdaderos fallidos, con acumulación de intereses, para evitar su provisión y seguir dando resultados, etc.

CAPÍTULO 4

DESLEALTADES EN BANCA

En los inicios de la década de los 90 surgió una dinámica en algunas oficinas bancarias, que en épocas anteriores también existió pero con menor intensidad de personas, responsables de oficinas, que crearon bancas paralelas. El caso más llamativo y del que se ha escrito con mayor precisión, por la acostumbrada transparencia del Banco Popular, fue en la agencia urbana 1 de Santander del mencionado Banco.

En el fondo la práctica ha sido siempre la misma: hurtar al control interno del banco la información de clientes en base a la utilización indebida de documentación del propio banco y, al mismo tiempo, apropiarse el dinero con procedimientos muy poco sofisticados pero, delictivamente, rentables.

Este tipo de situaciones originaron una preocupación generalizada, en muchas entidades, lo que obligó a perfeccionar los mecanismos de control e implantar auditorías cruzadas y a distancia, etc. Afortunadamente, en los últimos años, parece que han desaparecido o, al menos, no existen casos llamativos.

En su repertorio de temas, del ejercicio 1992, el Banco Popular Español, lo explica del siguiente modo:

SANTANDER: EL BANCO CLANDESTINO DE PEPE

Pronto hará un par de años que el director de la agencia urbana número 1 de Santander desapareció al descubrirse la existencia del banco clandestino que había montado. La gran mayoría de los clientes de la agencia urbana no participaron en los productos extraños que vendía Pepe en “su banco”, pero poco más de doscientos clientes cayeron en el timo de la estampita del director.

El Popular, al descubrirse el asunto, decidió ponerse del mismo lado que la Justicia, la policía y la prensa, presentando denuncia contra Pepe y sus presuntos cómplices en el Juzgado.

A los pocos días de descubrirse el asunto, el Banco empezó a reponer los saldos de los reclamantes que tenían claras sus cuentas y a lo largo de los casi dos años transcurridos ha seguido pagando cuando han ido apareciendo documentos suficientemente justificativos de

que los reclamantes eran víctimas de Pepe. En algunos casos, ha sido el Juez quien ha ordenado el pago.

Desde que estalló el asunto hasta el final de 1992, la dirección del Popular había decidido la reposición – total o parcial – de saldos reclamados por importe de 2.654 millones de pesetas. Una parte de la reposición de saldos a los afectados procede del dinero que realmente quedaba en sus cuentas. La otra parte – la mayor – ha sido desembolsada por el Banco, lo que ha supuesto contabilizar un quebranto de 1.934 millones de pesetas, con cargo a los fondos especiales genéricos que ha venido dotando desde hace años. El quebranto puede ser menor si las investigaciones judiciales permiten localizar los activos del banco clandestino de Pepe y sus socios.

Hay tres causas por las que todavía existen reclamaciones no atendidas extrajudicialmente: primera, porque la información de que dispone el Banco rebate la reclamación; segunda, porque se trata de libretas cuyo titular no ha sido identificado al estar extendidas al portador o con siglas; tercera, porque las reclamaciones están hechas sobre el vacío.

Algunos clientes, obviando el procedimiento penal en curso, han presentado en paralelo demandas contra el Banco por vía civil. Las sentencias pronunciadas hasta ahora en esta vía, han sido de signos diferentes y están recurridas por una u otra parte.

CAPÍTULO 5

GESCARTERA

Hace ya algún tiempo, en una brillante conferencia pronunciada en Washington D.C, Aristóbulo de Juan (1977) ponía el dedo en la llaga sobre tres cuestiones que hoy, desgraciadamente, cobran rigurosa actualidad en España, con el llamado caso Gescartera:

- Contrariamente a la teoría de que las crisis financieras se deben únicamente a factores macroeconómicos, en este documento se hace hincapié en el papel de la gestión, como elemento fundamental de todas las crisis, y como posible multiplicador de pérdidas y distorsiones en la economía. También se pone de relieve el hecho de que los buenos gestores, cuando se ven en apuros, se convierten frecuentemente en malos gestores, a través de una serie de actitudes que se van deteriorando.
- Una mala gestión y una supervisión ineficaz son factores relevantes, no sólo en las crisis de instituciones aisladas o en aquellas que afectan a una parte sistema, como podría parecer obvio. Constituyen también un elemento esencial de las crisis financieras generales que afectan a la totalidad de un sistema. Estas crisis pueden estar motivadas por conmociones económicas, por una política monetaria o económica inadecuada o por una liberación brusca. Aún en este contexto, pueden encontrarse tanto entidades buenas como entidades malas, según sea la calidad de su gestión, ya que una buena gestión puede permitir a las entidades sobrevivir y estar razonablemente sanas. En cambio, la mala gestión puede conducir a una crisis más profunda, con pérdidas crecientes, mala asignación de recursos y elevados tipos de interés. Por consiguiente, la aplicación de unas medidas correctoras exclusivamente macroeconómicas a las crisis financieras generales, sin atender simultáneamente al aspecto institucional de las mismas, puede resultar ineficaz e incluso contraproducente.
- La supervisión bancaria aparece como un elemento clave para evitar o limitar los daños causados por la mala gestión. El concepto de supervisión abarca aquí la regulación, la supervisión propiamente dicha y las medidas correctoras (desde la imposición de remedios convencionales hasta el saneamiento de las

instituciones). Si la regulación, la supervisión y los mecanismos correctores aplicados son buenos, es menos probable que dure, ya que pueden tomarse medidas para detener y corregir el deterioro. Y, debido a su potencial de aceleración, cuanto más pronto se haga, mejor.

En la introducción se exponían cifras del desarrollo espectacular, en España, de los fondos de inversión y de todo lo concerniente a sociedades y agencias de valores. El profano en la materia, o dicho de otro modo, el ciudadano de a pie desconoce el ámbito de actuación y las particularidades de este tipo de sociedades que, en honor a la verdad, han tenido una actuación eficiente, honesta, propiciando nuevas oportunidades de inversión a los particulares.

Esta nueva parcela del negocio financiero depende en su totalidad de la CNMV. Al respecto conviene matizar que la legislación financiera española, en mi opinión, no ha seguido el ritmo que exigía la realidad y el desarrollo de este importante fenómeno de desintermediación. Así por ejemplo, el Real Decreto 867/2001 ha sido promulgado el pasado mes de Agosto. En la exposición de motivos de este Real Decreto se afirma que “la prestación de servicios de inversión está expuesta a una competencia creciente, fruto de las oportunidades que ofrece el pasaporte comunitario que aporta la Directiva de servicios de inversión y de la apertura de la prestación de todos los servicios de inversión a las entidades de crédito”. El Real Decreto contempla, también, liberalizar la actuación de las empresas de servicios de inversión y reducir los requisitos de capital inicial. La pregunta inevitable es: ¿cómo se traslada al gran público la solvencia y la actuación de estas entidades?; ¿cómo se discrimina entre ellas y se tipifica la gestión de estas entidades?.

Además de lo anterior, los fenómenos de deslocalización del negocio, competencia entre reguladores y códigos de buena conducta distan mucho de estar acomodadas a las nuevas exigencias. Vuelve a tener razón el gobernador del Banco de España (La Gaceta 27/09/2001) cuando reconoce en el primer número de la publicación Estabilidad Financiera que la supervisión financiera “está abordando un riguroso proceso de revisión autocrítica” e insiste en la necesidad

de “actualizar los enfoques, procedimientos y prácticas de supervisión”, con el fin de potenciarla para “afrontar la complejidad y el dinamismo de las entidades, grupos y sistemas financieros que están surgiendo de la globalización económica y de la utilización intensiva de las nuevas tecnologías”.

Caruana asegura que el diseño de la “arquitectura financiera internacional está lejos de haber concluido” y llama la atención sobre el papel que deben desempeñar los supervisores para “minimizar la fragilidad financiera internacional”, mediante el desarrollo de mecanismos públicos y privados de prevención y de intervención rápida.

Para Caruana una de las características de la actual supervisión y, más aún, de la que hasta ahora está surgiendo tiene que ser su “mayor transparencia” para adaptarse a los nuevos tiempos. En su discurso de presentación del informe anual de la entidad, anunciaba incluso que “el Banco de España está poniendo en marcha canales adicionales para la comunicación y diálogo sobre sus procedimientos de supervisión y sobre las medidas regulatorias y supervisoras, vigentes y en proyecto”.

Precisamente en este contexto se explica la aparición de esta publicación, cuyo objetivo, según el Banco de España, es “servir de vehículo para la comunicación y el diálogo acerca de cómo potenciar eficientemente la estabilidad financiera, una tarea de múltiples dimensiones, inacabada por definición”.

Pese a todo, pendiente del juicio de la Comisión creada al efecto en el Congreso de los Diputados y, también, del juicio de los Jueces, hay muchas preguntas que afectan a este caso que parecen indicar fallos no tanto en la regulación pero sí en los mecanismos de control. Sin ánimo de exhaustividad, referimos algunas que exponía en el diario *Expansión* (y otras muchas que aparecen reflejadas en los medios de comunicación):

- ¿Cómo es posible que, después de la sanción impuesta por la CNMV a Bolsa Consulting, germen de Gescartera, en 1993, transcurrieran casi seis años hasta que el organismo supervisor optó por sancionar de nuevo, a pesar de haber detectado indicios de irregularidades en 1995 y 1997?.

- ¿Cómo pudo la CNMV autorizar la creación de una nueva sociedad en la misma sede social que Bolsa Consulting con los antecedentes de ésta?
- ¿Qué se decide en el consejo de la CNMV en 1999 relativo a Gescartera?. ¿Hubo, entonces, propuesta de intervención?
- ¿Se produjo por unanimidad la decisión de limitarse a “reforzar las actuaciones supervisoras”?, ¿Qué medidas cautelares se adoptaron?
- ¿Pasó inadvertido para los técnicos de la Comisión el agujero de 24 millones de euros que Gescartera tenía ya en 1999 y que tapó con certificados bancarios falsos?, ¿Por qué la invalidez de estos documentos se detectó mucho tiempo después?
- ¿Cómo creó y operó Gescartera depósitos estructurados, algo ilegal para las empresas de servicios de inversión, sin que ningún organismo de supervisión lo detectara?
- ¿Por qué aprobó la CNMV la conversión de Gescartera en agencia de valores pese a sus antecedentes de sanciones por ocultar información y por deficiencias en sus estados contables?
- ¿Cómo pudo el consejo de la CNMV aprobar la conversión de Gescartera en agencia de valores el mismo día en que se decidió una sanción a la entidad y sus responsables?, ¿Hubo unanimidad en la decisión?
- ¿Por qué da la CNMV luz verde al registro de Gescartera como agencia, a pesar del incumplimiento de los compromisos adquiridos por la firma?

CAPÍTULO 6

LECCIONES A CONSIDERAR

Una aproximación.

1. “Hoy –como señala Emilio Botín (1995)– el sistema bancario español poco tiene que ver con el de hace quince años. De una banca de márgenes y costes altos, sin presencia en los mercados internacionales y al abrigo de la competencia, hemos pasado a un sector perfectamente comparable con el del resto de la Unión Europea, incluso superior en servicios, rentabilidad y solvencia al de algunos países de nuestro entorno. En este proceso de ajuste y modernización ha sido fundamental el papel desempeñado por el Banco de España en los últimos quince años”.
2. Para evitar desconianzas e inseguridades, provocadas por situaciones como las de Gescartera y otras que pueden plantearse en el futuro, parece necesaria una actuación coordinada y sincrónica de los distintos organismos que se ocupan de la supervisión y de la inspección en España. No hay que olvidar que los operadores privados están marcando el ritmo de desarrollo de los mercados y, posiblemente, los reguladores y supervisores van a un ritmo distinto. No hay que olvidar, tampoco, que en Europa no existe voluntad política de crear un supervisor común y que, por lo tanto, compiten entre sí los supervisores.
3. Hoy ya no cabe contemplar los mercados desde la perspectiva de gestión de un solo tipo de riesgo. La evolución experimentada, unida al incremento de la volatilidad y al estrechamiento de los márgenes de intermediación, lleva aparejada nuevas formas de operar y la puesta en funcionamiento de nuevos activos y técnicas de cobertura. Por lo tanto, parece oportuno contemplar en la futura Ley Financiera aspectos como los siguientes: papel de los auditores, coordinación entre los defensores del ahorrador, mecanismos informatizados de revisión, sistemas de información en tiempo real y, posiblemente, la creación de una central que recoja todos los movimientos diarios de las sociedades de inversión. ¿Es posible tener un control en tiempo real de los saldos depositados en el sistema bancario por las sociedades de inversión?
4. Si aceptamos que la regulación y la supervisión no son panaceas, aunque son absolutamente imprescindibles, habrá que establecer

mecanismos transparentes de información al gran público sobre cuestiones como las siguientes: capital y resultados trimestrales de las empresas de servicios de inversión, personas responsables de la gestión que, como dice la normativa al efecto, serán personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional, debiendo poseer, al menos la mayoría, conocimientos y experiencias adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores para ejercer sus funciones. ¿No es necesario un registro de altos cargos con autorización administrativa previa?.

5. Por la experiencia directa y por su conocimiento de lo que ocurre, diariamente en los mercados, podría ser de utilidad, a modo de las comisiones que se realizaban en el antiguo Consejo Superior Bancario, el prever reuniones periódicas con los responsables de auditoría interna de los principales conglomerados financieros que operan en España. De esta manera, posiblemente, se anticiparían situaciones de crisis.
6. En el sistema bancario tiene mucha importancia, porque es fundamental para el negocio, la experiencia. Al frente de los organismos es requisito imprescindible el que las personas cuenten con este atributo. De no ser así es mucho más fácil errar.
7. Una regulación y una supervisión adecuadas exigen, como complemento para solucionar los casos de crisis, instrumentos complementarios como la creación del Fondo de Garantía de Inversiones.
8. En todas las empresas la calidad de la gestión es dinámica y, en consecuencia, puede cambiar de un momento temporal a otro. Si los mercados cambian de manera tan rápida, ¿no sería prudente, para que los ahorradores supiesen discernir, el tipificar y hacer pública la calidad de gestión de las sociedades de inversión?.
9. Hay que disponer de mecanismos de control, con el respaldo total de la regulación, que permitan actuaciones muy rápidas.
10. Cualquier infracción grave o muy grave, debe de ser objeto de anuncio público, por parte del supervisor, en los principales medios de comunicación.

BIBLIOGRAFÍA

- Aristóbulo de Juan. (1997), “De buenos banqueros a malos banqueros”, Extracto de la conferencia Banco Mundial. Texto mimeografiado.
- Baldo del Castaño. (1984), Conceptos fundamentales del Derecho mercantil. Las Relaciones Jurídicas Empresariales.
- Banco Popular Español. (1992), Repertorio de Temas.
- Botín, E. Junta General de Accionistas 18/2/1995
- Cuervo, A. (1988), La Crisis bancaria en España 1977-1985.
- Fernández-Armesto, J. y De Carlos Beltrán, L. (1992). El derecho del mercado financiero. Editorial Cívitas.
- Grandío Dopico y otros (1997). Mercados Financieros. McGraw-Hill.
- García Coto D. J. (2000). Demanda y oferta de valores en España. El futuro del mercado bursátil. Tesis Doctoral.
- Martín Oviedo, J.M. (1987). Ordenación Legal del sistema financiero español. Editorial Cívitas.
- Termes, R. (1991). Desde la Banca. Volumen 2. Editorial Rialp.

La fundamentación económica de la regulación financiera

José A. Novo Peteiro

Profesor Titular de Fundamentos de Análisis Económico
Universidad de A Coruña

CAPÍTULO 7

INTRODUCCIÓN

Los mercados financieros y de manera especial, los bancarios, han sido tradicionalmente uno de los ámbitos del sistema económico caracterizados por una mayor densidad normativa. Hasta fechas bastante recientes, el estudio de este aparato regulatorio adoptaba un enfoque bien estrictamente legal, bien histórico-institucional. Sólo a partir de mediados de los años ochenta el acento se ha trasladado hacia su dimensión económica, siendo el momento presente de especial efervescencia en el análisis, tanto por el número de cuestiones objeto de discusión, como por la variedad de enfoques utilizados. Un acercamiento al campo del análisis económico de la regulación financiera nos revela un campo de estudio en desarrollo, en donde, como señalan Bhattacharya, Boot y Thakor (1998), no se han dado respuestas totalmente satisfactorias a un buen número de cuestiones, algunas de ellas tan esenciales como la idoneidad y justificación de los objetivos perseguidos por las actuaciones de regulación financiera, o la conveniencia, intensidad y diseño óptimo en la aplicación de distintas normas concretas. En Elliehausen (1998) se pone de manifiesto el mismo estado de cosas en el plano empírico, al respecto de las metodologías de estimación de los costes que conllevan las diferentes formas de intervención sobre los agentes implicados.

Parece indudable que este interés por la dimensión económica de la regulación en el sistema financiero tiene su principal origen en los procesos de liberalización financiera que, con generalidad, se han venido produciendo desde hace dos décadas en los principales países de la OCDE, que ha forzado a una reflexión y a un análisis sistemático de los costes y beneficios derivados de las distintas formas de intervención en el sector. Más aún si, como un buen número de autores afirman, el proceso de desregulación se pueden entender como de “re-regulación”, en el sentido de que no constituye una desaparición sistemática de normas, sino más bien su sustitución por otras basadas en un código más liberal (Gowland, 1990, p.3). Quiere decirse, tal y como Bröker (1989, p. 118) apunta, que el término liberalización financiera debe aplicarse tan sólo a un subconjunto de la normativa de los mercados financieros, la que hace referencia a una regulación “anti-competitiva” y restrictiva de las fuerzas del mercado, esto es, las

medidas conducentes a proteger al sector financiero de los efectos perjudiciales de la competencia sin barreras. Otro tipo de medidas de carácter prudencial no han experimentado, en general, una evolución comparable, sino que más bien al contrario, han visto incrementado su nivel de exigencia.

El análisis de la regulación y su devenir mismo se ven condicionados además por el extraordinario dinamismo del escenario de actuación de los intermediarios financieros. Como es sabido, los desarrollos tecnológicos han actuado y actúan al mismo tiempo como causantes y catalizadores de los principales cambios que el sector ha experimentado en los últimos años. La variable tecnológica, conjuntamente con la puramente económica, derivada de la inestabilidad e incertidumbre de finales de siglo, han dado lugar a un campo de juego crecientemente globalizado, donde la innovación financiera es una constante, el proceso de desintermediación difumina la distinción entre intermediarios y mercados y la competencia se establece entre grandes conglomerados financieros sometidos periódicamente a gigantescos procesos de reestructuración, fusión y adquisición. En el contexto europeo, la situación plantea un ingrediente añadido de importancia capital, como son las exigencias derivadas del proceso de integración económica y monetaria, que requiere de la armonización normativa y de la unificación de instrumentos, operativas y mercados financieros.

Como consecuencia, los reguladores se han visto enfrentados a importantes modificaciones en la dinámica de los mercados, en el comportamiento de los intermediarios, en las características de los instrumentos y en las preferencias de los usuarios del sistema. A ello debemos añadir problemáticas enteramente nuevas, tales como la delimitación de competencias de los organismos reguladores, la indefinición y ambigüedad en la responsabilidad supervisora como consecuencia de la separación heredada de los distintos mercados, aspectos éstos que podemos encontrar tanto en un plano nacional en el control del funcionamiento de los mercados, como internacional, en el seguimiento de la actuación de empresas y mercados con una operativa más interrelacionada entre países.

En definitiva, en un entorno de estas características resulta incuestionable la necesidad de realizar tantos esfuerzos como sea preciso en el análisis del diseño y consecuencias de la regulación financiera, por encima del mero debate normativo sobre su intensidad y principios inspiradores: “es importante hacer hincapié en las simplificaciones que presuponen la visión habitual de la regulación como garantía de una mayor eficiencia o la idea contraria, de la captura del regulador con la ineficiencia que ello implica, así como la visión simplista de una teoría normativa de la regulación que ignoraría los aspectos de economía positiva de la regulación” (Freixas, 1998, pág. 17).

Para estos fines, tomaremos como punto de partida en el apartado segundo la teoría de la intermediación financiera y la teoría general de la regulación, a fin de establecer el marco de referencia de nuestro análisis. El apartado tercero plantea un repaso a los objetivos que inspiran las distintas actuaciones normativas en el sistema financiero, con un énfasis especial en su justificación y posibles inconvenientes. Finalmente, el apartado cuarto realiza una visión panorámica de los principales instrumentos que componen la regulación financiera, deteniéndonos en aquellas cuestiones que en la actualidad despiertan un mayor debate por la mayor entidad de sus consecuencias sobre el funcionamiento del sector: los sistemas de indemnización de la clientela, los requerimientos de solvencia, la defensa de la competencia y los problemas de supervisión.

CAPÍTULO 8

EL MARCO DE ANÁLISIS

8.1. La teoría de la intermediación financiera

Un paso previo en el estudio de la regulación financiera consiste en una comprensión ajustada de las funciones económicas desempeñadas por los intermediarios financieros, a fin de derivar las correspondientes implicaciones normativas. Tradicionalmente, la explicación de la existencia de intermediarios financieros estuvo basada en los costes de transacción, esto es, en la presencia de imperfecciones en los mercados financieros en la forma de rigideces e indivisibilidades. Los intermediarios financieros tienen como labor fundamental la canalización del ahorro hacia la inversión, en cuya base reside una actividad de transformación de títulos. Generalmente hablando, el desempeño de esta tarea resultaría prohibitivamente costosa para un agente individual, ya sea inversor o prestatario, si bien, como empresa especializada sería posible siempre y cuando existiesen economías o ahorros de costes en la implementación de ciertas tareas y su realización en grandes volúmenes.

La indagación en la naturaleza de tales costes de transacción ha constituido la clave para lograr una mejora en la comprensión de la naturaleza de la función económica de los intermediarios: “aún cuando los costes físicos y tecnológicos desempeñaran un papel histórico en la aparición de los intermediarios financieros, los avances recientes de las telecomunicaciones y la informática, así como el desarrollo concomitante de complejos instrumentos financieros, implican que los intermediarios financieros estarían abocados a desaparecer si no existieran otros tipos más fundamentales de costes de transacción” (Freixas y Rochet, 1997, cap. 2). Los costes de transacción relevantes en la explicación de la labor de intermediación financiera son los que vienen motivados por una característica esencial de los mercados financieros, la asimetría informacional que existe entre el agente que demanda financiación y el que la ofrece.

En los mercados de financiación se negocian compromisos de pago cuyo valor depende de la honradez del prestatario y de la calidad de su proyecto, aspectos éstos sobre los que el primero tiene un mayor nivel de información. Concretamente, la teoría de contratos ha

tipificado la problemática asociada a tales asimetrías en función de la fase del proceso de financiación a la que corresponden: las que son anteriores a la firma del contrato financiero (selección adversa), las que se producen durante la vida del mismo (riesgo moral) y las posteriores a su maduración (verificación costosa). La existencia de intermediarios financieros se basa en la búsqueda de diseños institucionales que permitan superar este tipo de costes mediante actividades de producción de información, evaluación de proyectos, diseño de contratos, supervisión y seguimiento de los prestatarios. Siguiendo a Bhattacharya, Boot y Thakor (1998), la forma en la que la teoría bancaria moderna ha profundizado en la naturaleza e implicaciones de estas asimetrías informativas puede clasificarse atendiendo a si guardan relación con las actividades del activo del balance de un intermediario, o bien con las de pasivo.

Por el lado del activo, los intermediarios se nos presentan como evaluadores y supervisores de proyectos que aportan las ventajas que otorga la especialización, tales como efectos experiencia, reutilización de información, mejor acceso a fuentes de información, etcétera, evitando además la duplicación de costes cuando, en ausencia de intermediarios, la supervisión tiene que ser realizada por múltiples inversores. Una de las cuestiones clave en la formación de un intermediario financiero reside en que el productor de información debe ser el mismo que explote su valor, debido a los problemas que conllevaría su venta o transmisión a otros agentes: credibilidad de la información (en última instancia, de selección adversa) y su carácter de bien público (de apropiabilidad de su valor). De esta forma, el productor invierte su patrimonio (lo cual constituye una señal a los agentes) en los proyectos por él investigados y mediante la emisión de títulos, se endeuda con terceros que, de esta forma, delegan en él tal labor de monitorización de la inversión. Una aproximación complementaria a ésta plantea la posibilidad de formación de coaliciones de prestatarios que invierten su patrimonio en sus proyectos tratando de buscar una señalización que les otorgue unas mejores condiciones de acceso a la financiación que desean.

Por el lado del pasivo la labor de los intermediarios financieros se analiza desde el punto de vista del aseguramiento de liquidez que los

contratos de depósito otorgan a los agentes económicos, los cuales se encuentran sujetos a variaciones imprevistas en sus necesidades futuras de consumo. El contrato de depósito aparece así contemplado como una opción de venta a favor del depositante cuando éste experimenta perturbaciones no esperadas de liquidez. Asimismo, cuando pensamos en los problemas de coordinación entre depositantes y en la posibilidad de que las necesidades de liquidez de éstos no sean independientes, el planteamiento permite indagar en los fenómenos de retirada masiva, quiebra bancaria y, en general, en la cuestión de la inestabilidad inherente a la actividad de las entidades de depósito. Las derivaciones de este enfoque hacia la discusión relativa al establecimiento y diseño de sistemas de cobertura en caso de quiebra parecen evidentes, y pueden serlo en mayor medida si pensamos en otro de los niveles de asimetría informacional, la que concierne a la relación banco-depositante, esto es, al escaso conocimiento e información de la que dispone este último en relación a la calidad de la gestión que su banco lleva a efecto.

8.2. La teoría de la regulación

En un marco general, el punto de partida del análisis de la regulación lo constituye la incapacidad que en ciertas condiciones algunos mercados manifiestan para alcanzar la asignación de recursos deseada. Como es sabido, los factores que pueden originar estas situaciones aparecen normalmente clasificados en las cuatro siguientes categorías:

- primero, la existencia de una estructura de mercado no competitiva, que podría fundamentarse en la presencia de barreras a la entrada con un origen más o menos artificial, las cuales otorgan a las empresas participantes en el sector un elevado poder de mercado, y consiguientemente, una capacidad de predominio frente a los consumidores;
- segundo, los que se deben a la ausencia de mercado en cuanto a la presencia de externalidades, de manera especial por parte de los productores, y más concretamente, la problemática asociada a la asignación y reparto entre los agentes económicos de los derechos a generar dichas externalidades;

- tercero, los que tienen su origen en contextos de información asimétrica entre los agentes implicados. Como es sabido, este tipo de escenarios dan lugar a situaciones, problemas y resultados muy diferentes de aquéllos que se producen cuando los agentes toman sus decisiones bajo condiciones de información completa;
- cuarto, la existencia de bienes que son valorados por los agentes pero que el mercado no ofrece, esto es, los denominados bienes públicos.

En el funcionamiento de los mercados financieros pueden encontrarse, si bien con diferente intensidad, cualquiera de las anteriores situaciones. El primer argumento mantiene que las instituciones financieras detentan con frecuencia un cierto poder de mercado basándose en múltiples factores, como las características de los procesos de producción de información, en relación al tamaño de las inversiones en nuevas tecnologías, en el acceso a las fuentes de financiación, en la adquisición de una reputación de solvencia y el aprovechamiento de una base de clientela ya asentada, en la generación de costes de sustitución para la clientela (aspecto éste de marcada relevancia para múltiples productos y servicios financieros) y un largo etcétera. La evidencia es clara al respecto vista la continua tendencia a la concentración de empresas en cualquiera de las áreas de negocio del sector.

En segundo lugar, las externalidades son especialmente importantes en estos mercados, en especial los bancarios, por las posiciones cruzadas entre entidades y la interrelación entre distintas categorías de instituciones y mercados, que hacen que la quiebra de una empresa incrementa, generalmente hablando, la probabilidad de que las dificultades patrimoniales alcancen también a otras. Piénsese además que el sector financiero se asienta, en última instancia, en la confianza de los agentes en su estabilidad y buen funcionamiento, por lo que la falta de credibilidad de las instituciones privadas y públicas que lo componen constituye en sí mismo un problema de primera magnitud.

En tercer lugar, tal y como se ha recordado en el apartado anterior, la información asimétrica es un rasgo definitorio de cualquier mercado en el que se negocia financiación. Finalmente, en cuarto lugar, ele-

mentos como los antes citados de estabilidad y confianza, u otros más concretos como los mecanismos de indemnización en caso de quiebra, sistemas de información, registro y control, etcétera, son valorados por todos los agentes implicados, si bien, la asignación de sus “costes de producción” resulta compleja en ausencia de un órgano regulador, por lo que, podría suceder que el mercado los produjese por debajo de sus valores socialmente óptimos o deseables.

Atendidas las razones que motivan el establecimiento de regulación, parece pertinente recordar las modalidades a través de las cuales ésta puede establecerse. Así, resulta frecuente la clasificación en dos categorías (véase Garrido (1991) para una síntesis): En primer lugar, la regulación que afecta a la estructura, y a la organización de los mercados, esto es, al marco competitivo dentro del cual las entidades operan. Se hace referencia a medidas del tipo de establecimiento de requisitos de entrada en el sector, delimitación del tipo de actividades y productos que puede realizar cada empresa, restricciones sobre los precios de las operaciones, los límites a la capacidad de expansión y un largo etcétera. En segundo lugar, la regulación de comportamientos, con la finalidad de evitar conductas imprudentes por parte de las empresas participantes que se asocian al establecimiento de ratios de solvencia, liquidez y de diversificación de riesgos, requisitos de presentación de información, etcétera.

Una clasificación alternativa podría basarse en la intensidad con la que la normativa se aplica a las empresas y sectores, la cual, como es sabido, puede variar muy notablemente desde la nacionalización y la creación de empresas públicas hasta la existencia de normas implícitas y regulación interna por parte de las propias empresas en la forma de asociaciones supraempresariales (por ejemplo, mediante límites a la producción y a los precios, o estándares de calidad), pasando por otras formas más habituales como serían el diseño de leyes y reglamentos o la regulación procedente de organismos cuasigubernamentales creados a estos efectos.

En el establecimiento de un marco general de análisis de la regulación, el estudio de los incentivos del regulador constituye una pieza fundamental, en donde, siguiendo a Freixas (1998), las aportaciones

giran en torno a tres tipos de cuestiones. En primer lugar, nos referimos a la incidencia de situaciones en las que el organismo regulador posee un conocimiento limitado de las características o el funcionamiento de los agentes o mercados que debe regular, situación ésta abundantemente tratada en la literatura general. En segundo lugar, estarían los problemas relacionados con la independencia de dicho ente regulador respecto de las diferentes instancias gubernamentales y, por tanto, los conflictos de interés que pudiesen existir entre distintos entes. En tercer lugar, habremos de tener en consideración las situaciones que se denominan de “regulador cautivo”. En este último caso, como recuerda Freixas (1995), encontramos un punto de vista provocador para el análisis de la regulación. El planteamiento central está basado en que, aunque el regulador sea el que teóricamente, determina las pautas básicas de funcionamiento del sector, es posible que las relaciones funcionen de forma invertida, en el sentido de que las empresas reguladas alcancen el suficiente poder y capacidad de organización como para dictar al regulador su comportamiento, o cuando menos influir significativamente en el mismo. De esta forma, la regulación podría convertirse en un instrumento utilizado por las empresas del sector para alcanzar y mantener una cierta estructura monopolística. Estas consideraciones han recibido una atención bastante escasa en el marco del sector bancario y financiero en general, aún cuando, de la importancia económica de las funciones desempeñadas por tales instituciones podría deducirse una cierta capacidad de influencia sobre, cuando menos, algunas de las instancias reguladoras.

Como es lógico, el análisis de cualquier tipo de normativa encuentra su última etapa en la necesaria evaluación del grado de consecución de los objetivos perseguidos, en términos de sus implicaciones sobre la eficiencia en la asignación de recursos.

CAPÍTULO 9

LOS OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA

En tanto que instrumento de política económica, los objetivos de la regulación financiera vendrán determinados por los objetivos generales de política monetaria y financiera. En un plano más concreto, siguiendo a Varela y Novo (1999), puede afirmarse que la regulación de los mercados e intermediarios financieros ha venido justificada en base a distintos tipos de consideraciones o motivaciones de carácter general que, de acuerdo con Baltensperger (1989) podemos clasificar en tres grandes grupos. En primer lugar, la regulación se ha entendido como un instrumento para promover y mejorar la eficiencia del sector y del sistema económico en su conjunto. En este sentido, la articulación de medidas conducentes a incrementar el nivel de competencia se entiende como un objetivo de carácter intermedio hasta el punto en el que la competencia no ponga en peligro la estabilidad de las entidades y del propio sistema financiero. Este tipo de argumentos han sido contestados desde distintos puntos de vista. Como recuerda Gowland (1990, p.18), una de las objeciones más destacables fue planteada por el propio Keynes, quien defendía la necesidad de un cierto grado de ineficiencia en el funcionamiento de los mercados financieros de cara a conseguir un sector real más eficiente: un sistema financiero muy desarrollado podría constituir un elemento de distorsión en los incentivos de los individuos y, consecuentemente, en el bienestar social, lo que se traduciría en un sobredimensionamiento del sector financiero en relación al nivel de actividad económica real. Estas consideraciones nos trasladan a una cuestión que, como señalan Santomero y Seater (2000), tiene una gran importancia tanto en un plano teórico como normativo, como es la del tamaño óptimo del sector financiero y, en definitiva, a sus interacciones con el sector real.

En segundo lugar, las motivaciones también han sido de orden macroeconómico, estando especialmente dirigidas a las entidades bancarias, en términos de la necesidad de un control monetario, lo cual se fundamenta en la gran capacidad de influencia que el nivel de préstamos y depósitos del sistema bancario ejerce sobre variables económicas fundamentales, por lo que el control de ciertas partidas es un requisito indispensable para evitar costes al conjunto de la economía. Es lo que Freixas (1990) denomina el fundamento coyuntural de la regulación bancaria. Dewatripont y Tirole (1993) señalan que los

argumentos en términos de control monetario tan sólo servirían para justificar una parte de la regulación financiera, la que afecta a las entidades de depósito, no sirviendo para la que afecta a otras instituciones que tradicionalmente también han estado muy reguladas como pueden ser las de seguros o los fondos de pensiones.

El tercer tipo de razonamientos son, probablemente, los utilizados con mayor frecuencia. Aluden a la conveniencia de promover la estabilidad y la confianza en las entidades y en el funcionamiento del sistema financiero en su conjunto. Con estos argumentos se defiende la necesidad de prevenir dos tipos de riesgos: en primer lugar, el riesgo sistémico, esto es, la prevención de las quiebras de entidades y el riesgo que ello conlleva para la estabilidad del conjunto del sistema y la confianza de los agentes en su buen funcionamiento; en segundo lugar, la protección del consumidor o prevención del riesgo individual, es decir, la defensa de los intereses particulares del usuario del sistema financiero, de forma especial del depositante, frente a situaciones patrimoniales difíciles o conductas fraudulentas que procedan de los proveedores de los servicios financieros respecto de las cuales el individuo está en una situación de desventaja en la medida en que dispone de un nivel menor de información.

Siguiendo la tipología establecida en OCDE (1992), la prevención del riesgo de sistema constituye un objetivo que ha tratado de alcanzarse a través de dos vías diferentes. En primer lugar, mediante medidas que perseguían la restricción de las fuerzas de mercado, esto es, mediante la protección de distintas áreas del sector financiero de los efectos supuestamente perjudiciales de la competencia sin barreras. La segunda vía es la denominada regulación prudencial, consistente, en última instancia, en el establecimiento de estándares de gestión prudente de las instituciones financieras que, en la medida de lo posible, no interfieran directamente en el mecanismo de precios ni en la libre prestación de servicios. Las medidas presentes en el primer grupo constituyen, en realidad, obstáculos a la libre competencia en los mercados de servicios financieros y, como se ha dicho en la introducción, conforman el grueso de normas que se han visto afectadas por el movimiento liberalizador. En relación al segundo grupo, podemos afirmar justamente lo contrario, dado que se han visto fortaleci-

das y enriquecidas, en buena medida como una exigencia derivada de las nuevas características del escenario de actuación de los intermediarios financieros.

Ciertamente, también este último tipo de argumentos han sido contestados, cuando menos, de forma parcial. Por una parte, podemos encontrar un acuerdo bastante generalizado en relación a la necesidad de proteger a los pequeños depositantes e inversores frente a posibles abusos realizados por las instituciones financieras, en virtud de la dificultad (o incluso imposibilidad) por parte de los primeros de tener un conocimiento adecuado de las variables que le incumben a la hora de elegir banco o institución financiera en general. No obstante, este acuerdo tiene matices, dado que podría argumentarse que este planteamiento abre el interrogante respecto de la necesidad de proteger también a los pequeños accionistas y a modestos inversores en títulos de deuda privada, si bien, en general, en la práctica, este aspecto resulta menos relevante por el mayor nivel de cultura financiera de este tipo de inversores (se trataría de “inversores profesionales”, dotados de una mayor capacidad de análisis y acceso a la información, y en muchos casos los propios bancos u otras empresas financieras), y el tamaño y la solvencia de las empresas cuyos pasivos alcanzan al gran público en cuantías significativas. Puede añadirse además que, tal y como señalan Freixas y Rochet (1997, p.264), la especificidad de los bancos radica en que los pasivos de estas entidades son utilizados como medios de pago por la comunidad, a diferencia de lo que ocurre con empresas no financieras. Adicionalmente, debemos tener en cuenta que el ratio de apalancamiento de las entidades bancarias y financieras en general es sustancialmente superior al de la mayor parte de las actividades económicas, dado que, el negocio bancario se basa, en esencia, en tomar prestados recursos ajenos, es decir, endeudarse.

Respecto de la promoción de la estabilidad de las entidades y el sistema financiero podemos encontrar en la literatura académica una controversia muy interesante. Así, se argumenta que el establecimiento de medidas que constituyan una red de seguridad para el funcionamiento de los intermediarios financieros puede generar en ocasiones problemas de riesgo moral en la forma de efectos perversos en los

regulados, esto es, distorsiones en su comportamiento en el sentido de asunción de mayores niveles de riesgo por parte de los gestores de las entidades bancarias y, consiguientemente, la necesidad de normativa adicional. Por otra parte, se critica que este tipo de intervenciones esconden frecuentemente una herramienta utilizada por los gobiernos para detraer recursos del sistema financiero a un coste bajo, o incluso nulo. Este carácter de impuesto implícito de algunas normas, especialmente en lo relativo al establecimiento de un coeficiente de caja sobre las entidades bancarias, ha generado un intenso debate.

En relación a estos dos últimos argumentos hay que decir que, si bien distinta evidencia empírica ha puesto de relieve la veracidad del segundo, el primero puede contestarse en el sentido de que, a menos de que se presuma una conducta más deshonesta por parte de los gestores de los bancos en relación a los de otras actividades, no parece razonable suponer un interés por parte de los mismos en conducir de forma deliberada a la quiebra su propio banco. Por ello resulta difícil justificar que un equipo de reguladores con menos competencia, información e incentivos que los gestores del banco decidan cuales deben ser los estándares de comportamiento que deben observar los gestores de las instituciones financieras (Freixas y Rochet, 1997, p.265). Además, estos autores argumentan las ventajas derivadas de tales redes de seguridad para el propio funcionamiento del sistema en el sentido de generar ahorros de costes de seguimiento en las transacciones realizadas entre entidades. Debe recordarse en este punto el argumento de la teoría de la regulación expuesto en el apartado segundo que se basaba en la posible existencia de externalidades en caso de quiebra. Dichas externalidades podrán venir motivadas por elementos de carácter objetivo, que tienen que ver con el elevado volumen de operaciones cruzadas en diferentes mercados, y subjetivo, asociados a la pérdida de credibilidad y confianza que puede acarrear las crisis o quiebras de entidades financieras sobre el resto de instituciones o el conjunto del sistema.

CAPÍTULO 10

LOS INSTRUMENTOS DE REGULACIÓN FINANCIERA

La variedad de formas mediante las cuales los gobiernos han intervenido sobre los sistemas financieros es muy amplia. Una clasificación de primera aproximación nos la proporciona Freixas (1995) al distinguir entre las medidas conducentes a facilitar la financiación en sectores concretos y la regulación que podemos relacionar con el mantenimiento de la estabilidad y solidez del sistema financiero y a la confianza de los agentes en su buen funcionamiento. Como es sabido, el primer grupo incorpora dos modalidades de intervención directa, los préstamos a tipos subvencionados y la banca pública, los cuales hoy en día se encuentran, cuando menos, en vías de extinción. El segundo grupo aglutina lo que normalmente se entiende como el aparato normativo del sistema financiero. Basándonos en la clasificación de Freixas y Rochet (1997, cap.9), estas normas pueden agruparse en los siguientes subconjuntos de instrumentos:

- limitaciones a los precios: tradicionalmente fue un instrumento de búsqueda de estabilidad y control de los tipos de interés, lo cual, como es sabido, no constituye una práctica frecuente hoy en día. En la actualidad, este tipo de limitaciones ve restringida su aplicación a ciertos tipos de comisiones de algunos productos y servicios financieros con una finalidad diferente, la de evitar prácticas abusivas por parte de las empresas oferentes;
- restricciones a la entrada, expansión de sucursales y a los procesos de fusión y adquisición: los requerimientos de capital para el inicio de la actividad en el sector financiero es un tipo de norma habitual de los sistemas actuales, acompañado con frecuencia por un período transitorio con limitaciones en la capacidad operativa del recién instalado. A modo de ejemplo, a mediados de los noventa en España se duplicaba la exigencia de capital inicial para el sector bancario, siendo ésta la tendencia que con generalidad podemos encontrar en los países de la OCDE. Habiendo sido una pieza importante de la normativa financiera en España y su entorno, hoy en día, las limitaciones a la expansión son inexistentes en el ámbito de la Unión Europea para los países miembros. No obstante, no debemos perder de vista la intensidad en la aplicación de esta norma en países como los Estados Unidos. El control sobre fusiones y adquisiciones es otro de los elementos

típicos de la regulación financiera al que nos referiremos más adelante por la discusión que reviste su justificación e implicaciones;

- restricciones a la composición de la cartera: se incluye aquí un amplio abanico de normas que van desde la delimitación de las actividades que son propias de cada tipo de intermediario, los coeficientes de diversificación de riesgos que limitan la concentración del negocio en clientes, actividades, sectores, etcétera. Dentro de este subconjunto acostumbra a incluirse el coeficiente de caja como instrumento de control monetario y de promoción de la liquidez del sistema. La importancia de estas funciones conjuntamente con su utilización por los gobiernos como instrumento de imposición implícita lo convierten en uno de los instrumentos de regulación que ha generado un mayor volumen de literatura;
- sistemas de indemnización en caso de quiebra: el diseño de mecanismos de compensación a los depositantes en caso de quiebra motivada por mala gestión o conductas fraudulentas es hoy en día uno de los instrumentos de regulación que está suscitando un mayor debate. El seguro de depósitos para las entidades bancarias y el de garantía de inversiones para las empresas de servicios de inversión son las modalidades más habituales cuya problemática y alternativas serán discutidas más adelante;
- coeficiente de solvencia: El mantenimiento de una determinada proporción de recursos propios en relación al volumen de las inversiones asumidas ponderadas por su nivel de riesgo es otro de los principales elementos de los sistemas tradicionales de regulación financiera, si bien, en algunos países, el coeficiente se determina teniendo en cuenta también las características del pasivo. Se pretende con ello lograr una adecuación entre el grado de capitalización de las entidades y los riesgos que han asumido. Será otra de las normas en las que nos detendremos en las páginas que siguen;
- supervisión reguladora: Resulta obvio que la efectividad de cualquier sistema regulatorio se basa en último término en la capaci-

dad del regulador de, primero, comprobar la situación económico-financiera de las entidades reguladas y con ello el adecuado cumplimiento de las normas por las mismas, y segundo, sancionar los incumplimientos detectados. En este sentido, las principales problemáticas, que serán tratadas más adelante, surgen de la delimitación de competencias y los problemas de coordinación a los que puede dar lugar la existencia de varios organismos responsables.

En la actualidad, puede afirmarse que los sistemas regulatorios de los sistemas financieros desarrollados descansan en cuatro pilares: primero, un conjunto de barreras a la entrada para el ejercicio de la actividad en las distintas áreas de negocio, las cuales buscan definir los requisitos de idoneidad para el ejercicio de las mismas; segundo, y relacionado con lo anterior, el requerimiento de niveles mínimos de recursos propios en función de los riesgos que se asumen; tercero, los sistemas de aseguramiento de la clientela, en especial, la de las entidades de depósito; y cuarto, los sistemas de supervisión y control del buen funcionamiento de las instituciones y mercados financieros.

Como se ha indicado en los párrafos anteriores, a continuación ceñiremos nuestro enfoque a un conjunto de formas de regulación que, a la vista de la evolución reciente de la normativa financiera y de la densidad de la literatura económica que los trata, requieren de una reflexión un tanto más detenida. Es el caso de los sistemas de indemnización de la clientela en caso de quiebra, la regulación de los recursos propios, los instrumentos de estímulo y defensa de la competencia y ciertas cuestiones que afectan al desempeño de la función supervisora por parte de los organismos encargados.

(i) los sistemas de indemnización

Tal y como se ha apuntado con anterioridad, el seguro de depósitos es, junto con el coeficiente de caja, una de las formas de regulación financiera a las que la literatura académica ha dedicado una mayor atención. Su justificación ha venido dada en términos de la

incapacidad de los depositantes para evaluar y diferenciar adecuadamente la solvencia de las instituciones bancarias, lo que los coloca en una situación de indefensión ante conductas fraudulentas o mala gestión de las entidades. Adicionalmente, constituye una forma de seguro que tiende a prevenir el acontecimiento que asegura, dado que al estar cubiertos los fondos depositados en las entidades, tiene un efecto disuasorio sobre los propietarios de los mismos de realizar retiradas en caso de una situación patrimonial conflictiva, constituyéndose también como un mecanismo de prevención del riesgo de sistema.

Como señala Garrido (1991), la defensa de esta norma puede realizarse también desde el punto de vista de los más radicales partidarios de la libre competencia, para quienes el funcionamiento eficiente de los mercados financieros requiere que el criterio de disciplina del mercado actúe sin ningún tipo de impedimentos, de tal manera que las entidades ineficientes puedan ser expulsadas. En este sentido, el seguro de depósitos serviría para reducir e incluso eliminar las externalidades provocadas por las crisis bancarias sobre los depositantes y sobre la economía en general. En esta línea se llega a plantear que el seguro de depósitos sería una de las pocas formas de regulación necesarias y no distorsionantes en el funcionamiento de las entidades bancarias.

Como ya se ha dicho anteriormente, en contra de las justificaciones basadas en la protección del usuario se ha replicado que la situación de los depositantes es semejante a la de otros ahorradores que han optado por colocaciones en los mercados de valores. De hecho, atendiendo a este tipo de justificaciones, un buen número de países poseen fondos de garantía de inversiones, esto es, sistemas de indemnización para los usuarios de sociedades de inversión. Es el caso de España, donde siguiendo un directiva comunitaria del año 1997 se crea (cuatro años más tarde y como consecuencia del escándalo financiero de Gescartera) un sistema de aseguramiento que tiene como beneficiarios a los pequeños inversores exclusivamente y está dotado de una cobertura parcial equivalente en cuantía a la que garantiza el fondo de garantía de depósitos.

No obstante, las objeciones más contundentes tienen que ver con las posibles distorsiones que el fondo de garantía, en tanto que forma de aseguramiento, puede provocar en el comportamiento de la entidad asegurada, esto es, la posible generación de problemas de riesgo moral debidos en última instancia a la distribución asimétrica entre asegurado y asegurador de los costes y beneficios inherentes al contrato de seguro. Trabajos como Suárez (1993) muestran que la existencia de un seguro de depósitos con una prima proporcional al volumen de los mismos puede generar incentivos a los gestores del banco a asumir mayores niveles de riesgo y menores de capitalización. En este sentido los efectos perversos sobre el comportamiento de los gestores y sobre la eficiencia y competitividad del sector bancario pueden ser incluso mayores en función de la cobertura y atribuciones del fondo de garantía, dado que, en algunos países como España las actuaciones de este mecanismo han ido más allá de la simple protección hasta una determinada cuantía de los depósitos, para realizar actuaciones de defensa de los intereses de los accionistas de la institución en crisis. Por otra parte, los incentivos perversos se verían agravados por las preferencias del depositante, dado que una vez asegurado preferirá siempre mayor a menor remuneración por sus fondos, lo que hará primar en su elección a aquellas entidades que hayan asumido mayores niveles de riesgo, y sean, por tanto, capaces de ofrecer tipos de interés más altos (no obstante, las más eficientes también lo serían).

En relación a la titularidad y funcionamiento de este tipo de norma conviene recordar el argumento antes mencionado en el ámbito de la teoría general de la regulación, que hacía referencia al carácter de bien público de algunas formas de intervención. El establecimiento de un fondo de garantía de depósitos tiene las dos características básicas de un bien de este tipo: no rivalidad y no exclusividad en su disfrute. Como es sabido, por causa de estos dos atributos la asignación de los costes de “producir” el bien público entre sus usuarios es una labor difícil. El problema del *free rider* (todos esperan obtener un disfrute gratuito del bien y que sea otro el que pague) hace que el mercado produzca estos bienes en una cantidad inferior a la socialmente óptima. En el caso del seguro de depósitos, todas las entidades se benefi-

cian de la mayor estabilidad del sistema que el seguro confiere, pero es ciertamente cuestionable conocer si de forma voluntaria generarían un sistema de ese tipo.

Un aspecto fundamental de la existencia de un seguro de depósitos, implícito en la discusión anterior, es su carácter de obligatoriedad. En caso contrario, esto es, para un seguro voluntario podríamos plantearse problemas de selección adversa, en el sentido de que serían las entidades que incurriesen en riesgos mayores y con mayor probabilidad de quiebra las que estarían más dispuestas a pagar para equipararse en términos de solvencia con el resto de las entidades, mientras que las más seguras sólo desearían suscribir el mínimo imprescindible para dotar a sus clientes, con lo que la calidad media de los asegurados tendería a disminuir conforme aumentase la prima y la probabilidad de quiebra afectaría al propio sistema de aseguramiento. Ello explica que el escaso número de países que han optado por un seguro de adscripción voluntaria hayan aplicado primas muy bajas.

En definitiva, estos razonamientos nos conducen directamente a la cuestión del diseño óptimo de esta norma, y más concretamente, al problema de la determinación del nivel de la prima a pagar por las entidades aseguradas. Existe un consenso en afirmar que un sistema como el actual (el que está establecido de forma mayoritaria en los países occidentales), basado en una prima lineal y proporcional al volumen de depósitos no constituye una asignación justa del coste del aseguramiento, en la medida en la que entidades de similar tamaño poseen una diferente probabilidad de quiebra. Se propicia, en cierto modo, una transferencia de riqueza en el interior del sistema, en la medida en que las entidades seguras estarían subsidiando a las demás.

Piénsese que, en la práctica, las empresas aseguradoras aplican primas diferentes a cada tipo de cliente en función de su perfil de riesgo y de su probabilidad particular de percance. Los más modernos sistemas de seguro de depósitos introducen primas sensibles al riesgo con una base de cálculo inferior a un año, generalmente semestral, que recoge, además del componente proporcional del volumen de fondos asegurados, una calificación de la solvencia y calidad de gestión de la

institución asegurada (MacDonald, 1996; Hanc, 1999). Ciertamente, estos sistemas de calificación, ya sea por parte de agencias públicas o privadas, gozan de un gran prestigio en el mundo anglosajón, si bien su implantación en España es relativamente modesta. Parece claro que este tipo de diseño minoraría considerablemente los problemas de riesgo moral a los que se ha aludido. Cabe señalar que, contrariamente a estos argumentos, el nuevo sistema recientemente creado en España para las sociedades y agencias de valores posee una prima proporcional, en consonancia con el seguro de depósitos.

Consideraciones similares caben respecto de la conveniencia y justificación de que el fondo de garantía se nutra con fondos públicos, si bien, ello no quiere decir que el mejor sistema sea el privado dado que presenta ciertos inconvenientes. El principal vendría dado de que, al tener la aseguradora capacidad para declarar en quiebra un banco, podría haber incentivos a que dicha declaración se haga demasiado pronto, cuando todavía hubiese posibilidades, debido al menor efecto que sobre ella tendrían los costes no pecuniarios de la quiebra. Parece defendible la conveniencia de un sistema nutrido exclusivamente con las aportaciones de las entidades privadas que, al mismo tiempo, esté supervisado por la autoridad monetaria y complementado por un mecanismo de reaseguro con ésta, es decir, el banco emisor como garante último de la liquidez del sistema.

(ii) la regulación de los recursos propios

Los requerimientos de solvencia han sido durante los últimos años otro de los temas centrales de la regulación financiera. Como es sabido, en función del punto de vista utilizado, son variadas las formas de definir los recursos propios. Su significado económico es el de los fondos disponibles para absorber pérdidas. Análogamente, los recursos propios pueden entenderse como la diferencia entre el valor de mercado de activos y pasivos. La cuestión relevante aquí es, sin embargo, lo que el regulador define como recursos propios. Como es sabido, la definición normativa suele basarse en valores contables e incluir como elementos principales al capital, las reservas y las financiaciones subordinadas.

Son múltiples los problemas asociados a la implementación de esta medida, ya no sólo, como acaba de decirse, en cuanto a la definición y la valoración de los elementos que se consideran recursos propios, sino también a la evaluación de los riesgos de las inversiones, o la calidad y frecuencia de los sistemas de inspección. En este sentido, la propuesta de nuevo acuerdo de capital de Basilea camina en la dirección del desarrollo en los métodos de medición del riesgo de crédito, además de considerar por primera vez una medida para el riesgo operativo. Ello plantea modificaciones cualitativamente importantes en las labores de control, fomentándose, además, una mayor transparencia de los bancos que favorezca la disciplina de mercado.

Especialmente importantes pueden resultar también las consideraciones referentes a los efectos de los cambios en los niveles exigidos de este coeficiente, en relación de la posibilidad de generar incentivos a asumir mayores niveles de riesgo para afrontar procesos de capitalización o, cuando menos, desarrollar actuaciones que traten de proporcionar una imagen de rentabilidad y solvencia no siempre ajustada a la realidad. Tal y como señala Carbó (1994), los modelos disponibles no han alcanzado conclusiones de aceptación general en esta materia.

Tampoco la discusión ha encontrado puntos de general acuerdo respecto de la conveniencia de que los ratios de solvencia se establezcan en función de la fase del ciclo económico en la que estemos. En este sentido, el debate se establece también para otros tipos de normas que pudiesen resultar complementarias de ésta, como el propio seguro de depósitos, de tal forma que en caso de recesión se produjese una disminución en la intensidad de aplicación o nivel de exigencia de la norma, en tanto que las fases de expansión económica resultarían propicias para su endurecimiento. Ciertamente, la defensa de este tipo de planteamientos nos remite al debate de objetivos del apartado tercero y a la cuestión de dónde comienza el espacio en el que los bancos no deben ser regulados de una forma diferente a otro tipo de empresas.

(iii) la defensa de la competencia

En las últimas décadas, la defensa de la competencia ha sido uno de los principios esenciales de regulación en la práctica totalidad de los sectores económicos. Tal y como se ha señalado con anterioridad, el propio movimiento liberalizador se concreta en la mayor eliminación posible de ingerencias en la libre formación de precios en los mercados financieros de todo tipo. Sin embargo, el movimiento desregulador iniciado en la década de los ochenta se produce en paralelo con masivos movimientos de reestructuración y concentración de las empresas del sector, concretados en un elevado número de fusiones dentro de cada subsector y en la formación de grandes conglomerados multisectoriales de los que forman parte entidades bancarias y de seguros.

Las actuaciones normativas en estas áreas han venido motivadas por dos tipos de justificaciones, en buena medida antagónicas, las cuales nos remiten a algunos de los elementos de la discusión de objetivos realizada en el apartado tercero. En primer lugar, se ha defendido la necesidad de evitar una excesiva concentración de poder en un número reducido de instituciones, tanto desde el punto de vista de las posibles tentaciones de colusión y abuso de posición de predominio por parte de las empresas de mayor tamaño, como desde una perspectiva política, en tanto que grupos con elevada capacidad de influencia en las instancias públicas y en la economía nacional. Dentro del plano económico deben tenerse en cuenta además las muy desiguales características de los diversos mercados de servicios financieros, dado que “mientras que el nivel de competencia en la banca al por mayor y de inversión puede ser muy importante -y el mercado relevante europeo o mundial- en la banca de particulares (excepto la banca privada y gestión de grandes patrimonios) y de empresas pequeñas o medianas el mercado sigue siendo local. Una fusión puede no tener repercusiones relevantes en el grado de competencia en banca al por mayor pero sí tenerlas en banca al por menor” (Vives, 1999, pág. 17).

En contra de estos argumentos se encontrarían las consideraciones relativas al interés general que pudiese residir en la promoción de la

competitividad y la capacidad económica de las instituciones financieras, concretado en el establecimiento de incentivos de diferente naturaleza a la formación de instituciones y conglomerados financieros de mayor dimensión. Este tipo de argumentos ha sido utilizado con bastante frecuencia en aquellos países implicados en procesos de integración económica, así como en otros poco desarrollados en donde se entiende que el desarrollo del sistema financiero puede constituirse como un estímulo para el crecimiento económico.

Una implicación de la formación de grandes empresas financieras y en especial bancarias, que guarda relación con los incentivos del regulador, surge en la gestión de las entidades en crisis: la denominada cuestión del “*too big to fail*”, esto es, la posibilidad de que una institución alcance un tamaño que la convierta en “demasiado grande para quebrar”, lo cual, constituye a juicio de algunos especialistas uno de los principales temas de la regulación bancaria actual (por ejemplo, así se afirma en Tirole, 1994, pág. 485). Dicho con otras palabras, puede suceder que un seguro de depósitos y un gobierno no esté dispuesto a (o incluso en condiciones de) asumir el conjunto de costes (no solamente los de tipo económico) que se derivarían de la quiebra y liquidación de una institución financiera de gran tamaño. Como consecuencia, se generan desigualdades competitivas importantes en relación a los bancos de menor tamaño respecto de los cuales los depositantes no presumen semejante invulnerabilidad, provocando ineficiencias en la asignación y dirección de los flujos de recursos de ahorradores a prestatarios y, además, se da lugar a potenciales problemas de riesgo moral.

La derivación de directrices de actuación normativa que minoren este tipo de problemas parece tan difícil como establecer distinciones claras entre los procesos de fusión que persiguen mejoras de eficiencia que pueden beneficiar al consumidor, de otros para los que la dimensión es un objetivo en sí mismo. Al margen de donde se establezca la línea divisoria entre concentración elevada o reducida, parece incuestionable la necesidad de una profundización de la función de vigilancia de posibles prácticas de abuso de posición de predominio. En esta dirección, y no sólo en cuanto a la indemnización en caso de quiebra (que puede incluso reforzar los problemas del tipo “*too big to*

fail”), el principio de defensa y protección del usuario debe predominar sobre cualquier otro tipo de interés.

(iv) la supervisión reguladora

La propuesta de Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea tiene como uno de sus pilares fundamentales la revisión por parte del supervisor que garantice que cada uno de los bancos dispone de procedimientos adecuados para el cálculo de la adecuación de su capital a partir de una correcta evaluación de sus riesgos. Se potencia así el rol desempeñado por los gestores de cada banco en la implementación de sistemas internos de calificación, cuya calidad habrá de ser evaluada por los órganos supervisores. Indudablemente, ello requerirá de una profundización en la interacción regulador-regulado. Se camina, por tanto, en la dirección de que sea la propia entidad la que, dotada de una mayor información sobre su negocio y operaciones, realice bajo el control del ente supervisor, una valoración de sus necesidades de capital en relación al conjunto de riesgos asumidos.

Debe recordarse también, ya no sólo en cuanto a la futura aplicación de Basilea II, sino respecto del diseño y funcionamiento general de la estructura financiera de un país, la importancia de la transparencia de los organismos supervisores. La transparencia genera en los usuarios confianza y credibilidad en el sistema, al tiempo que supone en sí mismo un incentivo para el regulador de cara a una adecuada implementación de sus funciones. Asimismo, se reducen los incentivos a que desde instancias gubernamentales se afecte a la intensidad de la labor supervisora por motivos de índole política.

Otra de las cuestiones cruciales de la normativa financiera actual reside en la discrepancia entre el ámbito de actuación de los intermediarios financieros y el alcance de la supervisión de los órganos de control. Dentro de un mismo estado, los intermediarios financieros operan en una amplia variedad de mercados, los cuales, en muchos casos se encuentran bajo la vigilancia de dos o más instancias gubernamentales entre las que, con frecuencia, existen limitados nexos de comunicación y acción conjunta. A nivel internacional, el carácter

globalizado del negocio financiero contrasta con el espíritu nacional de la función supervisora, siendo esto especialmente preocupante en el marco de un área monetaria como la de la Comunidad Europea, en donde el movimiento de oferentes y demandantes de servicios financieros no tiene restricciones en tanto que la supervisión corresponde al país de origen.

Cuando la estructura normativa de un país o un área económica financieramente integrada se compone de un cierto número de agencias supervisoras, la cooperación entre ellas se manifiesta como una práctica necesaria para la coordinación de los esfuerzos de control. Estos acuerdos de cooperación habrán de buscar una clara delimitación de las responsabilidades normativas, el diseño de mecanismos de comunicación y cooperación entre agencias y, en definitiva, en la creación de un sistema supervisor “sin costuras” caracterizado por la unidad de enfoque y acción (Spong, 2000, pág. 266).

BIBLIOGRAFÍA

-
- Baltensperger, E. (1989): "The economic theory of banking regulation", Center for the Study of the New Institutional Economics, Universitat des Saarlandes, Occasional Papers.
 - Bhattacharya, S. y Thakor, A. (1993): "Contemporary banking theory", *Journal of Financial Intermediation*, 3, 2-50.
 - Bhattacharya, S., Boot, A.W. y Thakor, A. (1998): "The economics of bank regulation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 30, 4, 745-770.
 - Bröker, G. (1989): *Competition in banking*, OCDE.
 - Carbó, S. (1994): "Las entidades financieras y la adecuación a los requisitos prudenciales de capital propio", *Perspectivas del Sistema Financiero*, 48, 132-142.
 - Dewatripont, M. y Tirole, J. (1993): *The prudential regulation of banks*, MIT Press.
 - Eisenbeis, R.A. (1996): "Banks and insurance activities", en *Sunders, A. y Walter, I. (eds.): Universal banking*, Irwin, New York.
 - Elliehausen, G. (1998): "The cost of bank regulation: A review of the evidence", Board of Governors of the Federal Reserve System.
 - Freixas, X. (1990): "Fundamentación teórica de la regulación de los mercados financieros", *Moneda y Crédito*, 190, 11-33.
 - Freixas, X. (1995): "El Estado frente al sector bancario" en *Barberà, S. (ed.): Estado y economía. Elementos para un debate*", Fundación BBV.
 - Freixas, X. (1998): "Nuevos avances en la teoría de la regulación financiera", *Moneda y Crédito*, 206, 11-37.
 - Freixas, X. y Rochet, J.C. (1997): *Microeconomics of banking*, MIT Press.
 - Garrido, A. (1991): "Crisis bancarias y regulación financiera: el seguro de depósitos", Documento de trabajo nº 22/91, Servicio de Estudio de La Caixa.

- Goodhart, C.A.E. (1989): Money, information and uncertainty, McMillan.
- Gowland, D. (1990): The regulation of financial markets in the 1990's, Edward Elgar.
- Hanc, G. (1999): "Deposit insurance reform: State of the debate", FDIC Banking Review, 12, 3, 1-26.
- MacDonald, R. (1996): "Deposit insurance", Handbooks in Central Banking, nº 9, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- OCDE (1992): Banks under stress, OCDE, París.
- Santomero, A.M. y Seater, J.J. (2000): "Is there an optimal size for the financial sector?", Journal of Banking and Finance, 24, 945-965.
- Spong, K. (2000): Banking regulation. Its purposes, implementation and effects, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Suárez, J. (1993): "El análisis económico de la regulación bancaria", Información Comercial Española, 723, 35-49.
- Tirole, J. (1994): "On banking and intermediation", European Economic Review, 38, 469-487.
- Varela, R. y Novo, J.A. (1999): "Aproximaciones a la modelización bancaria: Una revisión", Estudios de Economía, 26, 1, 63-100.
- Vives, X. (1999): "Dimensión empresarial y competencia", Economistas, 14-18.

**Real Decreto 867/2001, de 20 de julio,
sobre el Régimen Jurídico de las empresas
de servicios de inversión.**
B.O.E. de 7 de agosto de 2001

La Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, supone un importante paso adelante en la integración financiera de la Unión Europea, en la medida en que regula el pasaporte comunitario para las empresas de servicios de inversión. La transposición de esta norma al ordenamiento español se realizó a través de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que el presente Real Decreto desarrolla.

La Ley 37/1998 define a las empresas de servicios de inversión como aquellas entidades financieras cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión con carácter profesional a terceros. Dentro de esta categoría incluye a las sociedades de valores, las agencias de valores y las sociedades gestoras de carteras, entidades que podrán aprovechar las ventajas del pasaporte único para actuar en otros Estados miembros de la Unión a través de la libre prestación de servicios o la libertad de establecimiento.

El primer objetivo de este desarrollo de la Ley 37/1998 es, por tanto, regular el régimen administrativo al que estarán sujetas las empresas de servicios de inversión en aspectos tales como los requisitos de acceso a la actividad y su operativa. En este sentido, la norma sustituye al Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre sociedades y agencias de valores y a la regulación de las sociedades gestoras de carteras contenida en el Título IV del Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre.

En segundo lugar, el presente Real Decreto regula la actuación transfronteriza de las empresas de servicios de inversión, en aplicación de la Directiva 93/22/CEE.

Por otra parte, esta norma supone un esfuerzo de homogeneización de la normativa financiera, al buscar el máximo paralelismo de la regulación de las empresas de servicios de inversión con respecto a la de las entidades de crédito. No podía ser de otro modo, por cuanto la Ley 37/1998 permite a las entidades de crédito realizar todo tipo de servicios de inversión.

Por último, conviene destacar el ánimo liberalizador del presente Real Decreto. En efecto, la prestación de servicios de inversión está expuesta a una competencia creciente, fruto de las oportunidades que ofrece el pasaporte comunitario que aporta la Directiva de servicios de inversión y de la apertura de la prestación de todos los servicios de inversión a las entidades de crédito. En este marco, el regulador debe procurar no imponer barreras de entrada o requisitos operativos que no estén justificados por los riesgos que se pretenden evitar. Fruto de esta preocupación destaca, entre otras novedades, la reducción de los requisitos de capital inicial que se exigen a las agencias y sociedades de valores.

De esta forma, el Título I del presente Real Decreto establece el concepto y la tipología de las empresas de servicios de inversión, al tiempo que regula las actividades que tienen reservadas y el procedimiento de autorización.

Los requisitos de liquidez y el régimen jurídico de las operaciones que pueden desarrollar son objeto de regulación en el Título II.

El Real Decreto incluye también normas de transparencia, al regular en su Título III el régimen de participaciones significativas y obligaciones de información de las empresas de servicios de inversión.

A su vez, el Título IV regula la actuación fuera de España en régimen de libertad de establecimiento y libre prestación de servicios de las empresas de servicios de inversión nacionales y de los extranjeros en nuestro territorio.

La disposición adicional primera incorpora una modificación del artículo 61 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles para facilitar la operativa de las empresas de servicios de inversión en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, al ampliarla gama de activos aptos para ser utilizados como garantía por parte de las entidades adheridas. El texto incorpora también una disposición adicional segunda que declara su carácter básico, una transitoria para facilitar la adaptación de las entidades, una disposición derogatoria y una final.

En su virtud, a propuesta del Vicepresidente Segundo del Gobierno para Asuntos Económicos y Ministro de Economía, previa aprobación del Ministro de Administraciones Públicas, de acuerdo con el Consejo de Estado y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 20 de julio de 2001.

DISPONGO:

TÍTULO I

De las empresas de servicios de inversión y otras personas y entidades que operan en el Mercado de Valores.

CAPÍTULO I

Concepto y tipos de empresas de servicios de inversión

SECCIÓN 1ª. RÉGIMEN GENERAL

Artículo 1. *Concepto.*

1. Son empresas de servicios de inversión aquellas entidades financieras cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión con carácter profesional a terceros. Las empresas de servicios de inversión se rigen por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, el presente Real Decreto y sus respectivas disposiciones de desarrollo.
2. Son empresas de servicios de inversión las siguientes entidades:
 - a) Las sociedades de valores.
 - b) Las agencias de valores.
 - c) Las sociedades gestoras de carteras.

Artículo 2. *Servicios de inversión y actividades complementarias.*

1. Las empresas de servicios de inversión, conforme a su régimen jurídico específico, podrán realizar los siguientes servicios de inversión:
 - a) La recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros.
 - b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de terceros.
 - c) La negociación por cuenta propia.

- d) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores.
 - e) La mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas.
 - f) El aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta.
2. Las empresas de servicios de inversión, conforme a su régimen jurídico específico, podrán realizar las siguientes actividades complementarias:
- a) El depósito y administración de los instrumentos previstos en el artículo 3 del presente Real Decreto, comprendiendo la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta.
 - b) El alquiler de cajas de seguridad.
 - c) La concesión de créditos o préstamos a inversores, para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos previstos en el artículo 3 del presente Real Decreto, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo.
 - d) El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.
 - e) Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento.
 - f) El asesoramiento sobre inversión en uno o varios instrumentos de los previstos en el artículo 3 del presente Real Decreto.
 - g) La actuación como entidades registradas para realizar transacciones en divisas vinculadas a los servicios de inversión.

Artículo 3. *Instrumentos.*

Los servicios de inversión y, en su caso, las actividades complementarias se prestarán sobre los siguientes instrumentos:

- a) Los valores negociables, en sus diferentes modalidades, incluidas las participaciones en fondos de inversión.
- b) Los instrumentos del mercado monetario que sean valores negociables.
- c) Los instrumentos del mercado monetario que no sean valores negociables.
- d) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.
- e) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus subyacentes sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.
- f) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible.

SECCIÓN 2ª. TIPOS DE EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN**Artículo 4.** *Tipología.*

1. Las sociedades de valores son aquellas empresas de servicios de inversión que pueden operar profesionalmente, tanto por cuenta ajena como por cuenta propia, y realizar todos los servicios de inversión y actividades complementarias previstos en el artículo 2 anterior.

2. Las agencias de valores son aquellas empresas de servicios de inversión que profesionalmente sólo operan por cuenta ajena, con representación o sin ella. Podrán realizar los servicios de inversión y las actividades complementarias previstas en el artículo 2 anterior con las siguientes excepciones:
 - a) La negociación por cuenta propia.
 - b) El aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta.
 - c) La concesión de créditos o préstamos a inversores para que puedan realizar operaciones sobre uno o más instrumentos de los previstos en el artículo 3 del presente Real Decreto.
3. Las sociedades gestoras de carteras son aquellas empresas de servicios de inversión que, con carácter profesional, gestionan discrecional e individual izadamente carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores y realizan las actividades complementarias señaladas en los párrafos d) y f) del artículo 2.2 del presente Real Decreto.

Artículo 5. *Entidades de crédito.*

1. Las entidades de crédito, aunque no sean empresas de inversión, conforme a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, podrán realizar habitualmente todos los servicios y las actividades previstos en el artículo 2 del presente Real Decreto, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello.
2. Las entidades de crédito extranjeras que vengán a prestar en territorio español alguno de los servicios de inversión previstos en el artículo 2 del presente Real Decreto se registrarán por lo establecido en el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito.
3. El Banco de España comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a fin de que ésta incorpore la información

a sus registros, las entidades de crédito extranjeras o españolas que prestan en España servicios de inversión.

Artículo 6. *Reserva de denominación.*

1. Las denominaciones sociales de las empresas de servicios de inversión descritas en los artículos anteriores incluirán de forma obligada la mención a su tipo de entidad: “sociedad de valores”, “agencia de valores”, “sociedad gestora de carteras”, o sus abreviaturas “SV”, “AV” o “SGC”, en la correspondencia, impresos, propaganda, contratos y, en general, en todas las referencias públicas de cualquier clase que provengan de tales entidades.
2. Las empresas de servicios de inversión extranjeras que actúen en España conservarán su denominación original; no obstante, deberán manifestar en sus referencias públicas, especialmente en sus relaciones con la clientela, su carácter de empresas de servicios de inversión, así como su régimen de operativa por cuenta propia o ajena.
3. Ninguna persona o entidad que no figure inscrita en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá utilizar las denominaciones referidas en el apartado 1 del presente artículo o cualquier otra expresión que induzca a confusión con ellas.

Artículo 7. *Reserva de actividad.*

1. Ninguna persona o entidad podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o del Banco de España, desarrollar profesional o habitualmente las actividades previstas en el artículo 2.1 y en los párrafos a) y c) del artículo 2.2 de este Real Decreto, en relación con los instrumentos previstos en su artículo 3, comprendiendo, a tal efecto, a las operaciones sobre divisas.
2. A los efectos anteriores, se entenderá que concurre la nota de habitualidad cuando las actividades vayan acompañadas de

actuaciones comerciales, publicitarias o de otro tipo, tendentes a crear relaciones de clientela, o se basen en la utilización de relaciones de clientela o interés de otro origen. Se entiende que concurre la nota de la profesionalidad cuando las actividades sean realizadas a clientes en general y de forma remunerada.

Artículo 8. *Normas de conducta aplicables a la prestación de servicios de inversión.*

1. La prestación de servicios de inversión y actividades complementarias en territorio español queda sometida a las normas de conducta y al régimen de supervisión y disciplina previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo.
2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, el Banco de España comunicará a las entidades habilitadas extranjeras las condiciones y normas de conducta que deben cumplir cuando presten los servicios en territorio español.
3. Cualquier entidad habilitada para prestar servicios de inversión o actividades complementarias en territorio español deberá colaborar con los servicios de reclamaciones de los organismos supervisores en la resolución de los conflictos que puedan surgir con sus clientes residentes, así como atender los requerimientos y solicitudes de información de dichos servicios.

CAPÍTULO II

Actividades y servicios

Artículo 9. *Programa de actividades.*

1. Las empresas de servicios de inversión deberán tener formulado en todo momento ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores un programa de actividades en el que harán constar los servicios de inversión, actividades complementarias y accesorias a que se refiere el artículo siguiente, que realicen, con el alcance general o limitado con que pretendan desarrollarlos, detallando, asimismo, los instrumentos a los que se refieren y la organización y los medios de que disponen.

2. Las empresas de servicios de inversión sólo podrán prestar, con el alcance que corresponda, los servicios que tengan declarados ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores y cumplirán todas las normas que afecten al servicio en concreto, especialmente aquellas que se refieran a las relaciones con la clientela. Las entidades no podrán realizar servicios no incluidos en su programa de actividades, ni hacerlo con un alcance diferente.

Artículo 10. *Actividades accesorias.*

Las empresas de servicios de inversión, siempre que cumplan los requisitos establecidos en el presente Real Decreto y resuelvan en forma adecuada los posibles conflictos de interés entre ellas y sus clientes, o entre los intereses de distintos tipos de clientes, podrán realizar actividades referidas a instrumentos no contemplados en el artículo 3 de este Real Decreto, tales como las de asesoramiento, intermediación, o gestión de patrimonios.

Artículo 11. *Modificaciones del programa de actividades.*

1. El programa de actividades inicial de las empresas de servicios de inversión, acompañará a la solicitud de autorización a que se refiere el capítulo III del presente Título. Toda alteración posterior del programa de actividades deberá someterse al procedimiento previsto en el citado capítulo.

No requerirán autorización del Ministro de Economía, aunque deberán ser comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, aquellas modificaciones del programa de actividades que tengan escasa relevancia por afectar a servicios y actividades no reservadas, a la alteración o reducción de servicios y actividades ya autorizados, o porque así sean consideradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en contestación a la consulta previa formulada al efecto por la empresa de servicios de inversión afectada.

2. El Ministro de Economía podrá denegar la modificación del programa de actividades si la entidad incumple lo previsto en los artículos 67 y 70 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del

Mercado de Valores y, en particular, si estima insuficiente la organización administrativa y contable de la entidad, sus medios humanos y técnicos, sus procedimientos de control interno o las normas de conducta que haya adoptado, especialmente si éstas no resultan adecuadas para evitar los conflictos de interés que puedan surgir en el desarrollo de los servicios y actividades contenidos en el programa de actividades propuesto.

3. En el caso de empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, la modificación del programa de actividades quedará condicionada a la recepción por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de una comunicación de la autoridad supervisora del país de origen de la empresa de servicios de inversión que indique la modificación de las actividades a realizar en España.
4. El programa de actividades de las empresas de servicios de inversión se hará constar en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la forma que ésta determine.

CAPÍTULO III

Autorización y registro de las empresas de servicios de inversión

Artículo 12. *Autorización.*

1. Corresponderá al Ministro de Economía, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe de su Comité Consultivo, autorizar la creación de las empresas de servicios de inversión o la transformación de una sociedad en dicha categoría.
2. La resolución sobre la solicitud de autorización será motivada y deberá notificarse dentro de los tres meses siguientes a su recepción, o al momento en que se complete la documentación exigible, y, en todo caso, dentro de los seis meses siguientes a su recepción. Cuando la resolución no sea notificada en el

plazo anteriormente previsto podrá entenderse desestimada, de acuerdo con lo previsto en el artículo 66.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

3. Obtenida la autorización y, tras su constitución e inscripción en el Registro Mercantil, las empresas de servicios de inversión para ejercer sus actividades, deberán quedar inscritas en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
4. Las inscripciones en el Registro a que se refiere el número anterior, así como las bajas en el mismo, se publicarán en el “Boletín Oficial del Estado”.
5. No se practicarán inscripciones en el Registro en el caso de que entre la fecha de autorización y la de solicitud de inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores hubieran transcurrido más de seis meses.

Artículo 13. *Comunicación a la Comisión Europea.*

El Ministro de Economía comunicará a la Comisión Europea las dificultades que las empresas de servicios de inversión españolas encuentren para establecerse o prestar servicios de inversión en otros Estados de la Unión Europea o en terceros Estados.

Artículo 14. *Requisitos para ejercer su actividad.*

1. Serán requisitos para que una entidad obtenga y conserve su autorización como empresa de servicios de inversión los siguientes:
 - a) Tener por objeto social exclusivo la realización de las actividades que sean propias de las empresas de servicios de inversión, según la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y este Real Decreto.
 - b) Revestirla forma de sociedad anónima. En el caso de las sociedades gestoras de carteras podrán configurarse también como sociedades de responsabilidad limitada. En todo caso, la sociedad deberá ser de duración indefinida, con una denominación ajustada a lo previsto en el artículo 6 de este Real Decreto, y las acciones o participaciones integrantes de su capital social deberán tener carácter nominativo.

c) Cuando se trate de una entidad de nueva creación, deberá constituirse por el procedimiento de fundación simultánea.

d) Un capital social mínimo y unos fondos propios no inferiores a las cuantías exigidas en el artículo siguiente y en la normativa de solvencia que le sea aplicable. Dicho capital social deberá estar totalmente desembolsado en efectivo, cuando se trate de nueva creación. En el caso de transformación, deberá ser en efectivo el desembolso de la diferencia entre el capital social mínimo y el patrimonio neto de la entidad que solicite la transformación.

e) Contar con un Consejo de Administración formado por no menos de cinco miembros en las sociedades de valores, y por no menos de tres en las agencias de valores y sociedades gestoras de carteras. Todos ellos serán personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional, debiendo poseer, al menos la mayoría, conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores para ejercer sus funciones. Tales honorabilidad, conocimientos y experiencia serán exigibles también en los directores generales o asimilados de la entidad, así como en las personas físicas que representen a las personas jurídicas en los Consejos de Administración.

f) Contar con una buena organización administrativa y contable y medios técnicos y humanos adecuados con relación a su programa de actividades, así como con procedimientos de control interno y de seguridad en el ámbito informático que garanticen la gestión sana y prudente de la entidad. En especial, el Consejo de Administración deberá establecer normas de funcionamiento y procedimientos adecuados para facilitar que todos sus miembros puedan cumplir en todo momento sus obligaciones y asumir las responsabilidades que les correspondan de acuerdo con las normas reguladoras del mercado de valores, el Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas u otras disposiciones que sean de aplicación.

Cuando la entidad pretenda prestar servicios por medios telemáticos deberá disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado y para el adecuado cumplimiento de las normas sobre blanqueo de capitales, de conducta, de control interno y de evaluación de riesgos y para el correcto desarrollo de las normas de supervisión e inspección de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

g) Tener un reglamento interno de conducta ajustado a las normas reguladoras del mercado de valores; en particular, las contenidas en el Título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y normas que lo desarrollen, que incluya un régimen de operaciones personales de los consejeros, directivos, empleados y apoderados de la empresa que garantice el cumplimiento de las normas de conducta.

h) Adherirse, en el caso de sociedades y agencias de valores, a un fondo de garantía de inversores en los términos establecidos por su regulación específica y, en el caso de las sociedades gestoras de carteras, concertar un seguro de responsabilidad civil con una entidad financiera legalmente habilitada.

i) Tener su domicilio social, así como su efectiva administración y dirección, en territorio nacional.

2. Concurre honorabilidad comercial y profesional en quienes hayan venido observando una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras. En todo caso, se entenderá que carece de tal honorabilidad quien haya sido, en España o en el extranjero, declarado en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitado; se encuentre procesado o, tratándose del procedimiento a que se refiere el Título III del Libro IV de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, se hubiera dictado auto de apertura del juicio oral; tenga antecedentes penales por delitos de falsedad, contra la Hacienda Pública, de infidelidad en la custodia de documentos, de violación de secretos, de blanqueo

de capitales, de malversación de caudales públicos, de descubrimiento y revelación de secretos, contra la propiedad; o esté inhabilitado o suspendido, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras.

3. Poseen conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones en las empresas de servicios de inversión, quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a tres años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras o funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privadas de dimensión, al menos, análoga a la entidad a la que se pretende acceder.
4. Las empresas de servicios de inversión deberán cumplir en todo momento los requisitos previstos en el apartado 1 del presente artículo. No obstante:
 - a) Sólo podrá ser revocada la autorización por falta de idoneidad de algún socio de modo excepcional, de acuerdo con lo previsto en el apartado 11 del artículo 69 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
 - b) Por falta de honorabilidad comercial o profesional de consejeros o directores, sólo procederá la revocación si los afectados no cesan en sus cargos en un mes, contado desde el requerimiento que, a tal efecto, le dirija la Comisión Nacional del Mercado de Valores. No se considerará que hay falta de honorabilidad sobrevenida por la mera circunstancia de que, estando en el ejercicio de su cargo, un consejero o director sea inculcado o procesado por alguno de los delitos mencionados en el apartado 2 anterior.

Artículo 15. *Capital social inicial y fondos propios.*

1. Las empresas de servicios de inversión deberán tener un capital social no inferior a las siguientes cantidades:
 - a) Las sociedades de valores; 2.000.000 de euros.

- b) Las agencias de valores, cuando pretendan adquirir la condición de miembros de mercados secundarios, o adherirse a sistemas de compensación y liquidación de valores, o bien incluyan en su programa de actividad el depósito de valores y puedan mantener cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio, en los términos previstos en el artículo 29.2 del presente Real Decreto, 500.000 euros.
 - c) Las agencias de valores que no pretendan adquirir la condición de miembros de mercados secundarios ni adherirse a sistemas de compensación y liquidación, cuando no incluyan en su programa de actividad el depósito de valores ni la recepción de fondos del público, de forma que, en ningún caso, puedan estar en posición deudora con sus clientes, 300.000 euros.
 - d) Las sociedades gestoras de carteras, 100.000 euros.
2. Cuando una empresa de servicios de inversión realice el servicio de gestión discrecional de carteras, conforme a lo previsto en su programa de actividades, sus fondos propios, en ningún caso, podrán ser inferiores al 5 por mil del volumen de la cartera gestionada.
3. Las modificaciones del programa de actividades de las empresas de servicios de inversión que prevean la realización de actividades para las que se requiera un capital social superior quedarán condicionadas al aumento de capital correspondiente.
4. El capital social de los agentes de las empresas de servicios de inversión que sean personas jurídicas no podrá ser inferior a 25.000 euros. Tampoco sus fondos propios podrán ser inferiores a esta cifra.

Artículo 16. *Requisitos de la solicitud.*

1. La solicitud de autorización para la creación de una empresa de servicios de inversión o la transformación en dicha figura deberá ir acompañada de los siguientes documentos:
- a) Proyecto de estatutos sociales, acompañado de una certificación registral negativa de la denominación social propuesta o acreditación de que puede usarse legítimamente.

- b) Programa de actividades, en el que, de modo específico, deberá constar los servicios de inversión y actividades complementarias y accesorias que se pretenden realizar, indicando sobre qué instrumentos se van a prestar.
- c) Descripción de la organización administrativa y contable, los medios técnicos y humanos adecuados a su programa de actividades, así como los procedimientos de control interno, de acceso y salvaguarda de los sistemas informáticos, acompañada, cuando fuere necesario, del correspondiente informe por un experto independiente.
- d) Relación de socios con indicación de sus participaciones en el capital social. Tratándose de socios que tengan la consideración de personas jurídicas, se indicarán las participaciones en su capital que directa o indirectamente representen un porcentaje superior al 5 por 100. En el caso de socios que vayan a poseer una participación significativa, se aportará, además, si son personas físicas, información sobre su trayectoria y actividad profesional, y si son personas jurídicas sus estatutos, las cuentas anuales e informe de gestión, con los informes de auditoría, si los hubiese, de los dos últimos ejercicios, la composición de sus órganos de administración y la estructura detallada del grupo al que eventualmente pertenezcan.
- e) Relación de personas que hayan de integrar el Consejo de Administración y de quienes hayan de ejercer como directores generales o asimilados, con información detallada sobre la trayectoria y actividad profesional de todos ellos.
- f) Reglamento interno de conducta en el que, de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los consejeros, empleados y apoderados de la empresa, y demás aspectos contemplados en el Título VII de la Ley del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo que, de acuerdo con el programa de actividades previsto, resulten aplicables a la entidad.

En todo caso, cabrá exigir a los promotores cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos en este Real Decreto.

2. Cuando se solicite la transformación de otra entidad en empresas de servicios de inversión, además de los documentos anteriores se acompañará:
 - a) Un balance auditado por experto independiente, cerrado no antes del último día del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud, con una mención expresa y detalle suficiente de las posibles contingencias que pudieran afectar a la valoración del patrimonio.
 - b) Las cuentas anuales auditadas de los últimos dos ejercicios o desde su creación, si ésta se hubiera producido durante este período.
 - c) Escritura de constitución de las entidades y sus modificaciones posteriores.

Artículo 17. *Denegación de la solicitud.*

1. El Ministro de Economía, mediante resolución motivada, denegará la autorización de creación de una empresa de servicios de inversión cuando no se cumplan los requisitos establecidos en los artículos anteriores y, en especial, cuando, atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión sana y prudente de la entidad proyectada, no se consideren idóneos los socios que vayan a tener en ella una participación significativa. A estos efectos:
 - a) Se entenderá por participación significativa en una empresa de servicios de inversión aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 5 por 100 del capital o de los derechos de voto de la entidad; o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la misma.
 - b) La idoneidad se apreciará, entre otros factores, en función de:

- 1° La honorabilidad comercial y profesional de los socios, en el sentido previsto en el artículo 14 del presente Real Decreto. Esta honorabilidad se presumirá siempre cuando los socios sean Administraciones públicas o entes de ellas dependientes;
 - 2° Los medios patrimoniales con que cuentan dichos accionistas para atender los compromisos asumidos;
 - 3° La posibilidad de que la entidad quede expuesta, de forma inapropiada, al riesgo de las actividades no financieras de sus promotores, o cuando, tratándose de actividades financieras, la estabilidad de la entidad pueda quedar afectada por el alto riesgo de aquéllas.
 - 4° La transparencia en la estructura del grupo al que eventualmente pueda pertenecer la entidad, o la posibilidad de que el buen ejercicio de la supervisión de la entidad sea obstaculizada por los vínculos estrechos que puedan tener con otras personas físicas o jurídicas, por las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas del país a cuyo derecho esté sujeta alguna de dichas personas físicas o jurídicas, o por problemas relacionados con la aplicación de dichas disposiciones.
2. Por vínculos estrechos se entenderá todo conjunto de dos o más personas físicas unidas mediante:
- a) El hecho de poseer de manera directa o indirecta, o mediante un vínculo de control, el 20 por 100 o más de los derechos de voto o del capital de una empresa; o
 - b) Un vínculo de control en los términos del artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Artículo 18. *Comienzo de las actividades.*

Autorizada la creación de una empresa de servicios de inversión, en el término de doce meses, a contar desde su notificación, deberán los promotores otorgar la oportuna escritura de constitución o transformación de la sociedad, inscribirla en el Registro Mercantil y, posteriormente, en el Registro Especial de la Comisión Nacional del

Mercado de Valores y dar inicio a sus operaciones. En otro caso, podrá ser revocada la autorización otorgada previa audiencia de la entidad.

Artículo 19. *Autorización de empresas de servicios de inversión sujetas al control de personas extranjeras.*

1. La autorización para la creación de una empresa de servicios de inversión española deberá ser objeto de consulta previa con la autoridad supervisora del correspondiente Estado miembro de la Unión Europea cuando se dé alguna de las siguientes circunstancias:

a) Que la nueva empresa vaya a estar controlada por una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito, autorizada en dicho Estado.

b) Que su control vaya a ejercerse por la empresa dominante de una empresa de servicios de inversión, o una entidad de crédito, autorizada en ese Estado.

c) Que su control vaya a ejercerse por las mismas personas físicas o jurídicas que controlen una empresa de servicios de inversión, o una entidad de crédito, autorizada en ese Estado miembro.

Se entenderá que una empresa es controlada por otra cuando se dé alguno de los supuestos contemplados en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

2. La consulta se dirigirá por la Comisión Nacional del Mercado de Valores al organismo supervisor equivalente del país de origen de la entidad que ejerza el control.

3. En el caso de creación de empresas de servicios de inversión que vayan a estar controladas, de forma directa o indirecta, por una o varias personas o entidades domiciliadas en un Estado no miembro de la Unión Europea, podrá denegarse la autorización pedida o limitar sus efectos, además de por los motivos previstos en los artículos anteriores, cuando hubiera sido notificada a España, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 7 de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables,

una decisión adoptada por la Comunidad Europea al comprobar que las empresas de servicios de inversión comunitarias no se benefician en dicho Estado de un trato que ofrezca las mismas condiciones de competencia que a sus entidades nacionales y que no se cumplen las condiciones de acceso efectivo al mercado.

4. Las autorizaciones que se concedan a las empresas de servicios de inversión señaladas en el apartado precedente serán comunicadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la Comisión de la Unión Europea, especificando la estructura del grupo al que pertenezca la entidad.

Artículo 20. *Modificación de los estatutos sociales.*

1. La modificación de los estatutos sociales de las empresas de servicios de inversión estará sujeta al procedimiento de autorización y registro establecido en el presente capítulo III, si bien la correspondiente solicitud deberá resolverse, notificándose a los interesados, dentro de los dos meses siguientes a la recepción de la documentación completa en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, transcurridos los cuales podrá entenderse estimada, de acuerdo con el artículo 43 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.
2. No requerirán autorización previa, aunque deberán ser comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su constancia en el Registro, las modificaciones de los estatutos sociales que tengan por objeto:
 - a) El cambio del domicilio social dentro del territorio nacional.
 - b) El aumento del capital social.
 - c) El cambio de denominación.
 - d) La incorporación a los estatutos sociales de preceptos legales o reglamentarios de carácter imperativo o prohibitivo, o cumplir resoluciones judiciales o administrativas.

- e) La reducción del capital social por compensación de pérdidas.
- f) Aquellas otras modificaciones para las que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en contestación a consulta previa formulada al efecto por la entidad afectada, haya considerado innecesario, por su escasa relevancia, el trámite de la autorización.

La comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá efectuarse dentro de los quince días hábiles siguientes a la adopción del acuerdo de modificación estatutaria. Si, recibida la notificación, dicha modificación excediese en su alcance lo previsto en este apartado, o afectara negativamente a las condiciones que fundamentaran la autorización, la Comisión Nacional del Mercado de Valores lo notificará en el plazo de treinta días a los interesados, para que revisen las modificaciones, o, en su caso, se ajusten al procedimiento de autorización ordinario.

Artículo 21. *Operaciones societarias.*

1. A efectos de este Real Decreto se considerarán operaciones societarias la transformación, fusión, escisión y segregación de una rama de actividad, así como las demás operaciones de modificación social en las que esté involucrada, al menos, una empresa de servicios de inversión o que conduzcan a la creación de una empresa de servicios de inversión. También se entenderán incluidas en este apartado las operaciones que conlleven la pérdida de la condición de empresa de servicios de inversión.
2. Las operaciones societarias están sometidas al procedimiento de autorización y requisitos previstos en el presente capítulo III.
3. En la tramitación de la autorización de las operaciones societarias, la Comisión Nacional del Mercado de Valores comprobará:
 - a) Que el cambio de estructura de la sociedad como consecuencia de la operación societaria no pueda significar merma alguna de los requisitos que para la constitución de las empresas de servicios de inversión estén establecidos en este Real Decreto.

- b) Que, cuando se produzca la desaparición de una empresa de servicios de inversión, no sufran perjuicios los clientes, y que, en su caso, se liquidarán ordenadamente las operaciones pendientes.
4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá exigir, cuando ello resulte necesario, la acreditación de que el capital social y patrimonio neto de la entidad resultante de una operación societaria supera los capitales mínimos establecidos en el artículo 15 de este Real Decreto. A tal efecto, podrá requerir la presentación de balances auditados, incluidos los de las entidades del grupo consolidable, cerrados no antes del último día del trimestre anterior al momento de presentación de la solicitud.

CAPÍTULO IV

Sucursales y agentes de las empresas de servicios de inversión

Artículo 22. *Sucursales de empresas de servicios de inversión.*

La apertura de sucursales de empresas de servicios de inversión españolas en territorio nacional será libre, pero deberá ser comunicada previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el plazo y forma que ésta determine. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir información adicional sobre los medios materiales y humanos o la suficiencia de los sistemas de control.

Artículo 23. *Contratación de agentes.*

1. Las empresas de servicios de inversión podrán otorgar poderes de representación a personas físicas o jurídicas, para la promoción y comercialización de los servicios de inversión objeto de su programa de actividades. A dichos efectos, podrán igualmente otorgar poderes de representación a dichas personas, para realizar habitualmente frente a la clientela, en nombre y por cuenta de la empresa, los servicios de inversión previstos en los párrafos a) y e) del apartado 1, así como en el párrafo f) del apartado 2, del artículo 2 de este Real Decreto. Los agentes así contratados también podrán realizar estas funciones respecto de las actividades accesorias.

En todo caso, los servicios deberán estar incluidos en el programa de actividades que tengan registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los agentes actuarán en exclusiva para una sola empresa de servicios de inversión y, en ningún caso, ostentarán representación alguna de los inversores.

2. El ejercicio de la actividad de los agentes está sometido a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que podrá establecer requisitos adicionales para la cobertura de los riesgos derivados de incumplimientos o fraudes provenientes de su actividad.
3. Podrá actuar como agente de una empresa de servicios de inversión cualquier persona física o jurídica, a excepción de:
 - a) Las personas físicas ligadas por una relación laboral a la propia entidad o a cualquier otra que preste servicios de inversión sobre los instrumentos previstos en el artículo 3 de este Real Decreto.
 - b) Las personas físicas o jurídicas que actúen como agentes de otra empresa de servicios de inversión o como agentes de entidades de crédito que presten servicios de inversión, salvo que ambas entidades pertenezcan al mismo grupo.
4. La actuación como agente de las personas jurídicas quedará condicionada a la compatibilidad de dicha actividad con su objeto social.
5. Los agentes de las empresas de servicios de inversión deberán cumplir los requisitos previstos en el párrafo f) del primer apartado del artículo 14 de este Real Decreto, así como, cuando sean personas jurídicas, los previstos en los párrafos d) y e) de dicho apartado, todo ello con las adaptaciones precisas que, en su caso, determine el Ministro de Economía para las personas físicas y jurídicas.

Artículo 24. *Régimen de la representación.*

1. Las empresas de servicios de inversión que otorguen representaciones serán responsables del cumplimiento por sus agentes de

todas las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores en los actos que realicen, incluidos todos los requisitos establecidos en el presente capítulo y en las normas que lo desarrollen.

2. Asimismo, las empresas de servicios de inversión deberán adoptar medidas de control de las actuaciones de sus agentes y, a tal fin, con anterioridad a la formalización del contrato de representación, habrán de comprobarla suficiencia y adecuación de la organización administrativa y de los medios, de los procedimientos operativos, de control interno y contables y, en su caso, de los sistemas informáticos que vayan a utilizar aquellos en el desarrollo ulterior de sus actuaciones. En el caso de que la representación vaya a otorgarse a una persona jurídica, las comprobaciones anteriores se extenderán a su situación económico-financiera. Las empresas de servicios de inversión condicionarán la contratación de los agentes a la comprobación satisfactoria de los aspectos mencionados en este párrafo.

De igual manera, las empresas de servicios de inversión impondrán a los agentes que sus actuaciones se realicen conforme a los procedimientos operativos, de control interno y contables que, a tal efecto, desarrollen las empresas a las que representan, en especial en lo referido a efectivo o instrumentos de pago, así como imponer la utilización de sistemas informáticos que aseguren una adecuada integración de los datos e informaciones entre los agentes y la empresa a la que representen. A estos efectos, los agentes habrán de permitir y colaborar en aquellas auditorías operativas, de procedimientos y control interno que sobre tales procedimientos y sistemas lleven a cabo las empresas a las que representan. Las empresas de servicios de inversión condicionarán, en su caso, el mantenimiento del contrato de representación al cumplimiento por sus agentes de estas medidas.

A los efectos anteriores, las empresas de servicios de inversión deberán adoptar medidas de control de las actuaciones de sus agentes, especialmente en lo referido a movimientos de efectivo o instrumentos de pago y, en todo caso, condicionando su contratación a la eficacia de tales medidas.

3. Los contratos de representación deberán celebrarse por escrito y especificarán, de forma exhaustiva, el ámbito de las operaciones y servicios en que podrá actuar el agente, el sistema de cobros y pagos a la clientela, el de facturación, liquidación y cobro de los servicios de representación, y el régimen excepcional de las operaciones en nombre propio del agente, conforme al reglamento interno de conducta según el artículo 3 del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.
4. Toda entrega o recepción de fondos deberá realizarse directamente entre la empresa de servicios de inversión y el inversor, sin que los fondos puedan estar ni siquiera de manera transitoria en poder o en cuenta del representante. Se exceptúa la recepción o entrega de fondos mediante efectos nominativos, bien a favor de la empresa de servicios de inversión bien a favor del inversor, según corresponda.
5. En ningún caso, los valores o instrumentos financieros de los clientes podrán, ni siquiera transitoriamente, estar en poder o en depósito de los agentes, debiendo quedar depositados directamente a nombre de aquellos.
6. Los mandatos con poderes para una sola operación deberán formularse, igualmente, por escrito y detallarán, de forma específica, la operación singular de que se trate y todos los aspectos a que se refiere el apartado 3 anterior. Asimismo, deberá figurar la firma de aceptación del mandatario al poder recibido.
7. Los agentes de las empresas de servicios de inversión no podrán sustituir la representación obtenida.

Artículo 25. *Comunicación y publicidad de las relaciones de representación.*

1. Las empresas de servicios de inversión que contraten agentes deberán comunicarlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la forma en que ésta determine. La comunicación, en todo caso, incluirá mención expresa por parte de la empresa de servicios de inversión, de que el agente cumple los requisitos de idoneidad y honorabilidad previstos en este capítulo.

- La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá recabar de las empresas de servicios de inversión representadas y de sus agentes cuantas informaciones estime necesarias sobre los extremos relacionados con las materias objeto de su competencia.
2. Las empresas de servicios de inversión exigirán de sus agentes que pongan de manifiesto su condición en cuantas relaciones establezcan con la clientela, identificando a la entidad que representan y el ámbito del poder recibido. En este sentido, los agentes están obligados a exhibir dicho poder a todos los clientes que lo soliciten.
 3. La formalización de los documentos a que se refieren los apartados 3 y 6 del artículo anterior, la inscripción de los correspondientes poderes en el Registro Mercantil y la comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las relaciones de agencia serán requisito previo para la actuación de los agentes.
 4. Las empresas de servicios de inversión deberán disponer de un archivo cuyo contenido determinará la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativo al soporte documental de las relaciones de agencia establecidas y los mandatos otorgados.
 5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores mantendrá a disposición del público el registro de los agentes que actúen por cuenta de las empresas de servicios de inversión.

TÍTULO II

Otras cuestiones del régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión

CAPÍTULO I

Exigencias prudenciales de las empresas de servicios de inversión

Artículo 26. *Coeficiente de liquidez.*

1. Las empresas de servicios de inversión, a excepción de las sociedades gestoras de carteras, deberán mantener en todo momento el volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez que, como porcentaje sobre la totalidad de

sus pasivos exigibles con plazo residual inferior a un año, excluidos los saldos de las cuentas acreedoras a que se refiere el apartado 2 del artículo 29 del presente Real Decreto, establezca el Ministro de Economía, con un mínimo del 10 por 100.

2. Por el Ministro de Economía y, con su habilitación expresa, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se establecerán:
 - a) Los activos aptos para el cumplimiento del coeficiente de liquidez, entre los que figurarán el efectivo y los depósitos a la vista o a plazo no superior a un mes en entidades de crédito, los valores de renta fija y las acciones y participaciones en instituciones de inversión colectiva en las condiciones que se determinen.
 - b) Los criterios para delimitar contablemente y valorar los saldos de los pasivos exigibles sometidos a dicho coeficiente.
 - c) Los procedimientos que se aplicarán para controlar el cumplimiento del coeficiente de liquidez.

Capítulo II

Régimen de las actividades y las operaciones desarrolladas por las empresas de servicios de inversión

Artículo 27. *Negociación de valores.*

1. Las sociedades de valores podrán negociar por cuenta propia o ajena toda clase de valores e instrumentos con cualquier persona natural o jurídica observando los límites y requisitos establecidos en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en sus normas de desarrollo. Al participar en la negociación de valores admitidos en un mercado secundario oficial deberán respetar todas las normas reguladoras del correspondiente mercado.
2. Las mismas reglas previstas en el apartado anterior serán de aplicación a las agencias de valores en la negociación de valores por cuenta ajena.

Artículo 28. *Operaciones financieras con entidades financieras.*

1. Las empresas de servicios de inversión podrán obtener financiación, incluso en forma de préstamo o depósito, de las entidades españolas o extranjeras que figuren inscritas en alguno de los registros relativos a entidades financieras mantenidos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Banco de España o la Dirección General de Seguros del Ministerio de Economía o en registros de igual naturaleza de la Unión Europea.
2. Las empresas de servicios de inversión podrán efectuar operaciones activas de préstamo o depósito con las entidades mencionadas en el apartado anterior, en la medida y con las limitaciones que, con objeto de garantizar su dedicación efectiva a las actividades que les son propias, establezca el Ministro de Economía.

Artículo 29. *Operaciones financieras con el público.*

1. Las empresas de servicio de inversión no podrán recibir fondos de personas distintas de las mencionadas en el artículo anterior, excepto por concepto de:
 - a) Emisión de acciones.
 - b) Financiación subordinada.
 - c) Emisión de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial.
2. Constituirán excepción a lo dispuesto en el apartado anterior, las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que las sociedades y agencias de valores abran a clientes en relación con la ejecución de operaciones desarrolladas por cuenta de ellos. Los saldos de estas cuentas deberán estar invertidos en aquellas categorías de activos líquidos y de bajo riesgo que el Ministro de Economía determine.

El mantenimiento de estos saldos quedará condicionado a la existencia en la entidad de mecanismos de control interno que, con los requisitos que la Comisión Nacional del Mercado de

Valores determine, aseguren que tales saldos cumplen lo previsto en el párrafo anterior.

3. El Ministro de Economía determinará el régimen de emisión de acciones y de emisión de deuda de las empresas de servicios de inversión.

Artículo 30. *Operaciones por cuenta propia de las agencias de valores.*

1. Las agencias de valores podrán negociar por cuenta propia en valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial con el fin exclusivo de rentabilizar sus recursos propios hasta el importe de éstos, deducidas las inversiones permanentes o de baja liquidez que la Comisión Nacional del Mercado de Valores determine.
2. También podrán adquirir los siguientes valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial:
 - a) Los necesarios para adquirir la condición de miembro de un mercado secundario o de sus sistemas de compensación y liquidación.
 - b) Participaciones en las sociedades gestoras del Fondo de Garantía de Inversores o sistemas equivalentes en el extranjero.
 - c) Participaciones en sociedades instrumentales que supongan la prolongación del negocio o cuya actividad suponga la prestación a entidades del mismo grupo de servicios auxiliares, tales como tenencia de inmuebles o activos materiales, prestación de servicios informáticos, de tasación, de representación, de mediación u otros similares.
 - d) Participaciones en entidades financieras, tal como se definen en el artículo 3 del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, salvo en las entidades contempladas en el párrafo h) del citado artículo.

3. La inversión en instrumentos financieros derivados, estén o no admitidos a negociación en un mercado secundario, estará limitada exclusivamente a asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en el resto de la cartera a que se refiere el apartado 1 anterior.
4. En su negociación por cuenta propia sólo podrán ofrecer, con carácter instrumental y transitorio, contrapartida a sus clientes cuando resulte indispensable para evitar el incumplimiento de obligaciones derivadas del desarrollo de sus actividades de negociación por cuenta ajena o en los casos que determine el Ministro de Economía.

Artículo 31. *Registros de operaciones.*

1. Las empresas de servicios de inversión deberán disponer de un registro de operaciones actualizado donde se especificarán todas y cada una de las operaciones a que se refiere el presente capítulo.
2. El registro de operaciones contendrá, además, toda la información sobre órdenes recibidas de terceros sobre los servicios de inversión a que se refiere el artículo 2 del presente Real Decreto.
3. Sin perjuicio de la normativa en materia de normas de conducta que sea aplicable, el Ministro de Economía, y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá aprobar normas específicas sobre el registro de operaciones en función de la categoría y programa de actividades de cada entidad.

CAPÍTULO III
Sociedades gestoras de carteras

Artículo 32. *Régimen de las sociedades gestoras de carteras.*

Las sociedades gestoras de carteras no podrán poseer u ostentar a su nombre ni los fondos ni los valores o instrumentos financieros puestos a su disposición por sus clientes para su gestión discrecional

o que sean el resultado de dicha gestión. Dicha prohibición alcanza también a cualquier otra actividad que se incorpore en su programa de actividades.

Artículo 33. *Actividad por cuenta propia de las sociedades gestoras de carteras.*

Las sociedades gestoras de carteras sólo podrán adquirir valores por cuenta propia en las circunstancias previstas en los apartados 1, 2, a excepción de sus párrafos a) y b), y 3 del artículo 30 del presente Real Decreto.

TÍTULO III

Régimen jurídico de las participaciones significativas y obligaciones de información sobre la composición del capital social

Artículo 34. *Régimen de las participaciones significativas.*

1. Toda persona física o jurídica que tenga intención de adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa en una empresa de servicios de inversión, tal y como se define en el artículo 69.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, deberá seguir los trámites previstos en este Título.

A los efectos previstos en el presente Título, las acciones, participaciones o derechos de voto a integrar en una participación significativa incluirán:

- a) Los adquiridos directamente por una persona física o jurídica.
- b) Los adquiridos a través de sociedades controladas o participadas por una persona física.
- c) Los adquiridos por sociedades integradas en el mismo grupo que una persona jurídica o participadas por entidades del grupo.
- d) Los adquiridos por otras personas que actúen por su cuenta o concertadamente con el adquirente o sociedades de su grupo.

Se considerarán sociedades controladas aquéllas en que el titular ostente el control en el sentido del artículo 4 de la Ley

24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y participadas aquellas en las que se ostente alguno de los porcentajes previstos en el artículo 185 del Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

Las participaciones indirectas se tomarán por su valor, cuando el titular tenga el control de la sociedad interpuesta, y por lo que resulte de aplicar el porcentaje de participación en la interpuesta, en caso contrario.

En los casos en que una participación significativa se ostente, total o parcialmente, de forma indirecta, los cambios en las personas o entidades a través de los cuales dicha participación se ostente deberán ser comunicados previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la cual podrá oponerse conforme a lo previsto en el artículo 69 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

A estos mismos efectos, en todo caso, se entenderá por influencia notable la posibilidad de nombrar o destituir algún miembro del Consejo de Administración de la empresa de servicios de inversión.

2. Toda persona física o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa en una empresa de servicios de inversión deberá informar previamente de ello a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
3. La solicitud dirigida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá indicar expresamente la cuantía de la participación, el título y modo de adquisición y el plazo máximo en que se pretenda realizar la operación.
4. También deberá informar previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en los términos señalados en el apartado anterior, quien pretenda incrementar, directa o indirectamente, su participación significativa de tal forma que su porcentaje de capital o derechos de votos alcance o sobrepase alguno de los siguientes niveles: 10 por 100, 15 por 100, 20 por 100, 25 por 100, 33 por 100, 40 por 100, 50 por 100, 66 por 100 ó 75 por 100.

5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispondrá de un plazo máximo de dos meses, a contar desde la fecha en que haya sido informada, para, en su caso, oponerse a la adquisición pretendida. La oposición podrá fundarse en no considerar idóneo al adquirente, según lo previsto en el artículo 67 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
6. Transcurridos dos meses sin que la Comisión Nacional del Mercado de Valores se pronuncie expresamente, podrá entenderse estimada la pretensión, de acuerdo con el artículo 43 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.
7. La resolución expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores aceptando la adquisición de una participación significativa podrá fijar un plazo distinto del solicitado para efectuar la adquisición u otros requisitos adicionales.

Artículo 35. *Régimen jurídico de las participaciones de control.*

1. En el supuesto de que, como consecuencia de la adquisición, la empresa de servicios de inversión fuera a quedar bajo alguna de las modalidades de control previstas en el apartado 3 del artículo 66 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá consultar a la autoridad supervisora competente con carácter previo a la resolución del procedimiento.
2. Toda persona física o jurídica que pretenda incrementar, directa o indirectamente, su participación en una empresa de servicios de inversión de forma que la empresa llegue a ser controlada en los términos del artículo 66.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, deberá informar con carácter previo a la adquisición a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los términos del apartado 3 del artículo anterior.
3. El procedimiento de autorización de las participaciones de control seguirá los trámites previstos en los apartados 5, 6 y 7 del artículo anterior.

4. Cuando se efectúe una adquisición de las reguladas en este artículo o en el precedente sin haber informado previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, habiéndole informado, pero sin que hubieran transcurrido todavía los dos meses previstos en el apartado 5 del artículo 34 anterior; o con la oposición expresa de la Comisión, se producirán los efectos previstos en el artículo 69.8 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Artículo 36. *Participación de empresas de Estados no comunitarios.*

1. Toda adquisición de una participación significativa en una empresa de servicios de inversión española por parte de personas o entidades residentes en Estados no comunitarios, cuando en virtud de la adquisición la empresa de servicios de inversión vaya a quedar controlada por tales personas o entidades, será comunicada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la Comisión de la Unión Europea.
2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá suspender su decisión o limitar los efectos de su resolución sobre participaciones significativas cuando en virtud de la adquisición la empresa de servicios de inversión vaya a quedar controlada por una empresa autorizada en un Estado no comunitario y se den las circunstancias previstas en el apartado 4 del artículo 66 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Artículo 37. *Pérdida o reducción de participaciones.*

1. Toda persona física o jurídica que, directa o indirectamente, pretenda dejar de tener una participación significativa en una empresa de servicios de inversión; que pretenda reducir su participación de forma que traspase alguno de los niveles previstos en el apartado 4 del artículo 34 del presente Real Decreto; o que, en virtud de la enajenación pretendida, pueda perder el control de la empresa, deberá informar previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, indicando la cuantía de la operación propuesta y el plazo para llevarla a cabo.

2. Asimismo, las empresas de servicios de inversión cumplirán con las obligaciones contempladas en el artículo 69.10 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, con las formalidades que, en su caso, determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Artículo 38. *Información sobre la estructura de capital de las empresas de servicios de inversión.*

1. Con independencia de las obligaciones de comunicación establecidas en los artículos anteriores, las empresas de servicios de inversión comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en virtud de lo previsto en el artículo 70.1 .g) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en la forma que establezca aquélla, las siguientes informaciones sobre la estructura de su capital social:

a) Durante el mes siguiente a cada trimestre natural, la composición de su capital social, relacionando todos los socios que al final de dicho período tengan la consideración de entidades financieras, y los que, no siéndolo, tengan suscritas a su nombre acciones o participaciones que representen un porcentaje del capital social de la entidad igual o superior al 1 por 100, en las sociedades y agencias de valores, o del 3 por 100, en el supuesto de las sociedades gestoras de carteras.

b) Tan pronto como sean conocidas por la empresa de servicios de inversión las transmisiones de acciones o participaciones que impliquen la adquisición por una persona o grupo, en el sentido del artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de un porcentaje igual o superior al 1 por 100 del capital social de la empresa.

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores pondrá a disposición del público la relación de las personas o entidades que, por sí o por persona interpuesta, tengan una participación en el capital social de las empresas de servicios de inversión del 5 por 100, así como las de aquellas que, con independencia de su participación, ostenten la condición de entidad financiera.

3. Las empresas de servicios de inversión incluirán en su memoria anual información de las participaciones superiores al 5 por 100 del capital social.

TÍTULO IV

Actuación transfronteriza de las empresas de servicios de inversión

CAPÍTULO I

Apertura de sucursales y libre prestación de servicios en España por empresas de servicios de inversión extranjeras

Artículo 39. *Régimen de sucursales de empresas de servicios de inversión extranjeras.*

A los efectos de este Título, se entenderá por sucursal una sede de explotación que constituya una parte, desprovista de personalidad jurídica, de una empresa de servicios de inversión, que efectúe directamente, de modo total o parcial, las operaciones inherentes a la actividad de una empresa de servicios de inversión. Se considerarán una sucursal todas las sedes de explotación creadas en el mismo Estado por una empresa de servicios de inversión que tenga su sede social en otro Estado.

Artículo 40. *Autorización de sucursales de entidades extranjeras.*

1. La apertura en España de sucursales de entidades de Estados no comunitarios que no tengan la condición de empresas de servicios de inversión de acuerdo con la Directiva 93/22/CEE, pero que, sin embargo, presten algún servicio de inversión requerirá la autorización del Ministro de Economía, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 5.2. Se observarán al efecto los artículos anteriores de este Real Decreto en lo que le sea de aplicación, con las particularidades siguientes:

- a) Por capital social mínimo se entenderá la dotación mantenida por la entidad en España de fondos de carácter permanente y duración indefinida, disponibles para la cobertura de pérdidas de la sucursal.

- b) No serán de aplicación los párrafos a), b), c) y e) del apartado 1 del artículo 14 de este Real Decreto. La mención al proyecto de Estatutos a que se refiere el párrafo a) del artículo 16 del presente Real Decreto se entenderá referida al proyecto de escritura de constitución de la sucursal y a los propios Estatutos vigentes de la entidad, debiéndose informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los cambios que posteriormente se produzcan en ambos.
- c) Deberán contar, al menos, con dos personas que determinen de modo efectivo la orientación de la sucursal y sean responsables directas de la gestión. Serán exigibles a ambas la honorabilidad, conocimientos y experiencia a que se refiere el artículo 14.
- d) El objeto social de la sucursal no podrá contener actividades no permitidas a la entidad en su país de origen.
- e) La documentación que acompañe la solicitud contendrá la información necesaria para conocer con exactitud las características jurídicas y de gestión de la entidad extranjera solicitante, así como su situación financiera. También se incluirá una descripción de la estructura organizativa de la entidad y del grupo en la que ésta eventualmente se integre. Asimismo, se acreditará que está en posesión de las autorizaciones de su país de origen para abrir la sucursal, cuando éste las exija, o la certificación negativa, si no fueran precisas.
2. La autorización a que se refiere el apartado anterior podrá ser también denegada o condicionada por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de las reglas de ordenación y disciplina de los mercados de valores españoles.

Artículo 41. *Comunicación de la apertura de sucursales de empresas de servicios de inversión autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea.*

1. La apertura en España de sucursales de empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la

Unión Europea no requerirá autorización previa ni quedará sujeta a lo previsto en los artículos precedentes de este Real Decreto. Sin embargo, quedará condicionada a que la Comisión Nacional del Mercado de Valores reciba una comunicación de la autoridad supervisora de las empresas de servicios de inversión que contenga, al menos, la siguiente información:

- a) Un programa de actividades en el que se indique, en particular, las operaciones que pretende realizar y la estructura de la organización de la sucursal y los establecimientos a través de los que operará;
 - b) El domicilio en España donde pueda ser requerida a la sucursal toda la información necesaria;
 - c) El nombre e historial de los directivos responsables de la sucursal;
 - d) Información detallada sobre cualquier sistema de garantía de inversores que tenga por finalidad asegurar la protección de los inversores de la sucursal al que la entidad se halla adherida
 - e) Declaración de que su administración central está situada en el Estado miembro que haya expedido su autorización y en el que ejerce realmente sus actividades.
2. Recibida la comunicación citada en el apartado anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores procederá a dar cuenta de su recepción a la empresa de servicios de inversión y ésta, a continuación, procederá a inscribir la sucursal en el Registro Mercantil, y luego en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, comunicando a ésta la fecha del inicio efectivo de sus actividades.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá fijar un plazo de espera, no superior a dos meses desde la recepción de la comunicación de la autoridad supervisora de la empresa de servicios de inversión, para el inicio de las actividades de la sucursal, a fin de organizar su supervisión. Podrá, asi-

mismo, indicarle, si procede, las condiciones en que, por razones de interés general, deberá ejercer su actividad en España. En el caso de que entre las actividades comunicadas exista alguna que no esté entre las relacionadas en el artículo 2 de este Real Decreto y se trate de una actividad prohibida o limitada para las empresas de servicios de inversión, la Comisión Nacional del Mercado de Valores notificará esta circunstancia a la empresa de servicios de inversión y a su autoridad supervisora.

Transcurrido un año desde que se hubiera notificado a la empresa de servicios de inversión la recepción de la comunicación efectuada por su autoridad supervisora, o desde la finalización del plazo de espera fijado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin que la entidad haya abierto la sucursal, deberá iniciarse de nuevo el procedimiento.

3. Si, una vez abierta la sucursal, la empresa de servicios de inversión extranjera pretendiera modificar el contenido de alguna de las informaciones relacionadas a los párrafos a), b), c) o d) del apartado 1 de este artículo, deberá comunicarlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de la comunicación que proceda a su autoridad supervisora, al menos un mes antes de efectuar el cambio, a fin de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores pueda pronunciarse y actuar conforme a lo previsto en los párrafos anteriores. También se deberá comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el cierre de la sucursal, al menos con tres meses de antelación a la fecha prevista para ello.

Artículo 42. *Prestación de servicios sin sucursal por una empresa de servicios de inversión extranjera.*

1. La realización en España, por primera vez, de actividades en régimen de libre prestación de servicios, por empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, podrá iniciarse una vez que la Comisión Nacional del Mercado de Valores reciba una comunicación de su autoridad supervisora indicando las actividades que van a ser

ejercidas. Dicho régimen será de aplicación siempre que la empresa de servicios de inversión pretenda, por primera vez, realizar en España una actividad distinta a las eventualmente contenidas en la citada comunicación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores notificará a las empresas las condiciones y normas de conducta que deben de cumplir los prestadores de servicios de inversión en España.

2. Cuando una entidad no autorizada en otro Estado miembro de la Unión Europea pretenda prestar servicios de inversión sin sucursal en España, deberá solicitarlo previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, indicando las actividades que van a ser realizadas y obtener la correspondiente autorización. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá pedir una ampliación de la información suministrada, así como condicionar el ejercicio de dichas actividades al cumplimiento de ciertos requisitos como garantía del cumplimiento de las normas de los mercados en los que pretende operar o las dictadas por razones de interés general.

La autorización a que se refiere este apartado podrá denegarse o condicionarse por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de las reglas de ordenación y disciplina de los mercados de valores españoles.

CAPÍTULO II

Apertura de sucursales y libre prestación de servicios en el extranjero por empresas de servicios de inversión españolas

Artículo 43. *Apertura de sucursales en el extranjero por empresas de servicios de inversión españolas.*

1. Las empresas de servicios de inversión españolas que pretendan abrir una sucursal en el extranjero deberán solicitarlo previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando, junto a la información del Estado en cuyo terri-

torio pretenden establecer la sucursal y el domicilio previsto para la misma, las previstas en los párrafos a) y c) del apartado 1 del artículo 41 de este Real Decreto.

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores dictará resolución motivada y la notificará, en el plazo máximo de tres meses a partir de la recepción de la solicitud. Cuando la resolución no sea notificada en el plazo anteriormente previsto, podrá entenderse estimada, de acuerdo con el artículo 43 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.
3. La solicitud sólo podrá ser denegada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando tenga razones para dudar, visto el proyecto en cuestión, de la adecuación de las estructuras administrativas o de la situación financiera de la empresa de servicios de inversión, o cuando en el programa de actividades presentado se contemplen actividades no autorizadas a la entidad.
4. Cuando la sucursal de una empresa de servicios de inversión española vaya a establecerse en otro Estado miembro de la Unión Europea, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dentro del plazo de tres meses citado anteriormente, deberá dar traslado, en su caso, de la autorización a la autoridad competente de dicho Estado, acompañando a su comunicación las informaciones contenidas en el apartado 1 del artículo 41 de este Real Decreto. De dicha comunicación se dará traslado a la entidad solicitante.
5. Cuando la sucursal de la empresa de servicios de inversión española se pretenda abrir en un Estado no miembro de la Unión Europea, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá denegar la solicitud, además de por los motivos señalados, por considerar que la actividad de la sucursal no va a quedar sujeta a un efectivo control por parte de la autoridad supervisora del país de acogida, o por la existencia de obstáculos legales o de otro tipo que impidan o dificulten el control e inspección de la sucursal por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

6. Toda modificación de las informaciones a que se refiere el apartado 1 de este artículo habrá de ser comunicada por la empresa de servicios de inversión, al menos un mes antes de efectuarla, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

No podrá llevarse a cabo una modificación relevante en el programa de actividades de la sucursal si la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dentro del referido plazo de un mes, se opone a ella, mediante resolución motivada que será notificada a la entidad. Dicha oposición habrá de fundarse en las causas previstas en este artículo, que resulten aplicables en cada caso.

Artículo 44. *Actuación mediante otras empresas de servicios de inversión.*

1. Quedará sujeta a la previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la creación por una empresa de servicios de inversión o un grupo de empresas de servicios de inversión españolas de una empresa de servicios de inversión extranjera, o la adquisición directa o indirecta de una participación en una empresa ya existente, cuando dicha empresa de servicios de inversión extranjera vaya a ser constituida o se encuentre domiciliada en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea.
2. En el caso de creación de una empresa, a la solicitud de autorización que se presente en la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá acompañar, al menos, la siguiente información:
 - a) Importe de la inversión y del porcentaje que representa la participación en el capital y en los derechos de voto de la entidad que se va a crear. Indicación, en su caso, de las entidades a través de las cuales se efectuará la inversión.
 - b) La prevista en los párrafos a), b), c) y e) del primer apartado del artículo 16 del presente Real Decreto. La prevista en el párrafo d) se sustituirá por una relación de los socios que vayan a tener participaciones significativas.

c) Descripción completa de la normativa de mercado de valores aplicable a las empresas de servicios de inversión en el Estado donde se vaya a constituir la nueva empresa, así como de la normativa vigente en materia fiscal y de prevención de blanqueo de dinero.

3. Cuando se vaya a adquirir una participación en una empresa de servicios de inversión, entendiéndose por tal aquella que tenga un carácter significativo, según lo previsto en el artículo 69 de la Ley 24/1988, o se pretenda incrementar una participación significativa, alcanzando o sobrepasando alguno de los porcentajes señalados en el apartado 4 de dicho artículo 69, se deberá presentar la información señalada en el apartado anterior, si bien la prevista en el párrafo b) se podrá limitar a aquellos datos que tengan un carácter público. También se indicará el plazo previsto para la realización de la inversión, las cuentas anuales de los dos últimos ejercicios de la entidad participada y, en su caso, los derechos de la entidad en orden a designar representantes en los órganos de administración y dirección de aquélla.

4. En todo caso, cabrá exigir a los solicitantes cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para que la Comisión Nacional del Mercado de Valores pueda pronunciarse adecuadamente y, en particular, los que permitan apreciar la posibilidad de ejercer la supervisión consolidada del grupo.

Artículo 45. *Prestación de servicios sin sucursal en el extranjero.*

1. Las empresas de servicios de inversión españolas que pretendan, por primera vez, realizar sus actividades en régimen de libre prestación de servicios en un Estado no miembro de la Unión Europea deberán solicitarlo previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, indicando las actividades para las que esté autorizada que se propone llevar a cabo. Será aplicable a este procedimiento de autorización lo previsto en los apartados 2, 3 y 5 del artículo 43 anterior.

2. La prestación de servicios sin sucursal en otro Estado miembro sólo requerirá ser comunicada previamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, precisando las actividades que se van a realizar de entre las que estén autorizadas a la entidad. La Comisión Nacional trasladará dicha información a la autoridad competente de dicho Estado en el plazo máximo de un mes a partir de su recepción, dando cuenta de dicha comunicación a la propia entidad.

Disposición Adicional Primera. *Formas de materialización de la fianza ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.*

Se crea un nuevo párrafo e) en el tercer apartado del artículo 61 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, con la redacción siguiente:

«e) Mediante prenda u otra operación financiera sobre cualquier valor negociable aceptado por el Banco Central Europeo y por el Banco de España como garantía en operaciones de política monetaria, con los mismos criterios de valoración que los establecidos para tales operaciones.»

Disposición Adicional Segunda. *Habilitaciones competenciales.*

El presente Real Decreto tiene carácter básico conforme a lo dispuesto en el artículo 149.1.6ª. y 11ª. de la Constitución.

Disposición transitoria única. *Adaptación de las entidades registradas.*

Las sociedades de valores, las agencias de valores y las sociedades gestoras de cartera inscritas en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la entrada en vigor de este Real Decreto deberán adaptarse a lo establecido en el mismo en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor del presente Real Decreto.

Disposición derogatoria única. *Cláusula derogatoria.*

Quedan derogados el Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre sociedades y agencias de valores, y el Título IV del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, así como cuantas normas de igual o inferior rango que se opongan a lo dispuesto en el presente Real Decreto.

Disposición final única. *Habilitaciones normativas.*

El Ministro de Economía y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán dictar las disposiciones precisas para la debida ejecución de este Real Decreto.

Dado en Palma de Mallorca a 20 de julio de 2001.

JUAN CARLOS R.

El Vicepresidente Segundo del Gobierno
para Asuntos Económicos
y Ministro de Economía.

RODRIGO DE RATO Y FIGAREDO

**Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto,
sobre sistemas de indemnización de los
inversores.**

B.O.E. de 4 de agosto de 2001

El artículo 77 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en la redacción dada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la mencionada Ley, regula la nueva figura del Fondo de Garantía de Inversiones, incorporando al ordenamiento jurídico español la Directiva 97/9/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

Al mismo tiempo, la Ley 37/1998, en su disposición adicional decimotercera, introduce las modificaciones pertinentes en el Real Decreto-ley 18/1982, de 24 septiembre, relativo a los Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito, con el fin de que tales fondos puedan también prestar la garantía a los inversores en relación con los servicios de inversión que reciban de las entidades de crédito, ya que éstas pueden realizar tal actividad desde el inicio del año 2000.

El objeto del presente Real Decreto es desarrollar reglamentariamente los mencionados preceptos, al amparo de la habilitación legal que en ellos mismos se contiene.

En el marco de las previsiones legales, se ha optado por crear un Fondo de Garantía de Inversiones de carácter obligatorio y prever la posibilidad de que las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores creen otro fondo de carácter voluntario.

Ante la variedad de fondos previstos, se ha adoptado la terminología genérica de sistemas de indemnización de los inversores, cuya común finalidad es ofrecer a los inversores una cobertura cuando no puedan obtener de una empresa de inversión o de una entidad de crédito el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan y que aquéllas tuvieran en depósito con motivo de la realización de servicios de inversión.

En el capítulo I se regulan los Fondos de Garantía de Inversiones, que se constituirán como patrimonios separados, sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión se encomendará a una sociedad gestora.

Se determinan los tipos de empresas de servicios de inversión que han de adherirse a cada fondo, que no incluyen a las Sociedades Gestoras de Carteras, atendiendo a las limitaciones operativas a las que están sujetas. También se establecen las condiciones para la adhesión de sucursales de empresas de inversión extranjeras, según pertenezcan o no al ámbito de la Unión Europea.

La cobertura de los fondos se extiende al dinero y a los valores que los clientes hubieran confiado a las empresas para realizar servicios de inversión, pero no alcanzará a las pérdidas de valor de la inversión o a cualquier riesgo de crédito.

El desencadenante para poder exigir la cobertura es que la empresa de servicios de inversión sea declarada insolvente, ya sea por vía judicial, en los supuestos de suspensión de pagos y de quiebra, o por vía administrativa, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Como el objetivo de los fondos es, principalmente, el de proteger al inversor no profesional, se excluyen de la cobertura el dinero o los valores que procedan de inversores que se consideran profesionalmente cualificados, como lo son todo tipo de entidades financieras. También se determinan el importe garantizado y el límite cuantitativo de la indemnización, que, de conformidad con la normativa comunitaria, se fija en 20.000 euros.

Cabe destacar que los fondos se nutrirán, exclusivamente, con aportaciones de las entidades adheridas, que se fijarán en función del número de clientes y de los capitales depositados o registrados, aunque se les permite la posibilidad de concertar préstamos.

Se establece también el régimen de las Sociedades Gestoras de los Fondos de Garantía de Inversiones, las cuales se constituirán como sociedades anónimas, cuyo capital será suscrito por las entidades adheridas a cada fondo, con arreglo a los mismos criterios a los que se ajustan las aportaciones a dicho fondo.

La supervisión de estas sociedades gestoras se encomienda a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El capítulo II contiene la regulación de la cobertura por servicios de inversión que han de prestar las entidades de crédito.

Para ello, se introducen modificaciones en el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito, con el mismo contenido de los preceptos del capítulo I, salvo las diferencias que se derivan de la propia estructura de cada tipo de fondos y de su específica regulación.

Este Real Decreto ha sido sometido a informe del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En su virtud, a propuesta del Vicepresidente Segundo del Gobierno para Asuntos Económicos y Ministro de Economía, de acuerdo con el Consejo de Estado y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 3 de agosto de 2001,

DISPONGO:

Artículo 1. *Objeto.*

1. El presente Real Decreto tiene por objeto regular los sistemas de indemnización de los inversores, tanto de empresas de servicios de inversión como de entidades de crédito, en virtud de lo establecido en el artículo 77 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, Ley del Mercado de Valores) y en los artículos 2ter, 3 y 5 del Real Decreto-ley 18/1982, de 24 de septiembre, relativo a los Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito, según la redacción de los mencionados preceptos contemplada en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores.
2. Estos sistemas de indemnización tendrán como finalidad ofrecer a los inversores una cobertura cuando no puedan obtener de una empresa de inversión o de una entidad de crédito el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos financieros que les pertenezcan y que aquéllas tuvieran en depósito con motivo de la realización de servicios de inversión o de la actividad complementaria de depósito y

registro de valores o instrumentos financieros en los términos y con los límites establecidos en el presente Real Decreto.

3. Para dar cumplimiento a las previsiones de los apartados anteriores, se establecen dos sistemas de indemnización de los inversores:
 - a) Uno que se instrumenta, mediante uno o dos Fondos de Garantía de Inversiones, de nueva creación, para las sociedades y agencias de valores, así como para las sucursales en España de empresas de servicios de inversión extranjeras.
 - b) Otro que se instrumenta mediante los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito ya existentes.

CAPÍTULO I

Los Fondos de Garantía de Inversiones

SECCIÓN 1.ª RÉGIMEN

Artículo 2. *Creación de los fondos, número, naturaleza jurídica y gestión.*

1. Las sociedades y agencias de valores crearán y se adherirán obligatoriamente a un Fondo de Garantía de Inversiones en los términos previstos en este Real Decreto. Este fondo agrupará también a las sucursales de empresas de servicios de inversión, autorizadas o no en otros Estados Miembros de la Unión Europea, que decidan o deban adherirse a un Fondo de Garantía de Inversiones español.
2. Una vez creado el fondo previsto en el apartado anterior, las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores, cuando así lo acuerden y se adhiera un número suficiente de entre ellas, podrán crear un segundo Fondo de Garantía de Inversiones que las agrupe. De crearse este segundo fondo, las sociedades y agencias de valores miembros de una Bolsa de Valores podrán optar por uno u otro.
3. Las sociedades y agencias de valores adheridas, en su caso, a cada uno de los Fondos de Garantía de Inversiones previstos en

los dos apartados anteriores están obligadas a cumplir con el régimen económico regulado en el artículo 8 de este Real Decreto, de forma que el Fondo de Garantía correspondiente pueda cumplir con las obligaciones frente a los inversores impuestas en esta norma.

4. Cada fondo se constituirá como un patrimonio separado, sin personalidad jurídica, cuya representación y gestión se encomendará a una Sociedad Gestora, en los términos previstos en el presente Real Decreto.

Artículo 3. *Entidades adheridas.*

1. Serán entidades adheridas a los Fondos de Garantía de Inversiones las empresas de servicios de inversión contempladas en el artículo 64.1 de la Ley del Mercado de Valores, con excepción de las Sociedades Gestoras de Carteras.
2. Podrán optar, si lo deciden, a ser entidades adheridas al Fondo de Garantía de Inversiones para no miembros de las Bolsas de Valores las sucursales de empresas de servicios de inversión autorizadas por otro Estado de la Unión Europea que no limiten su actividad a la gestión discrecional e individualizada de carteras, con el fin de completar la cobertura ofrecida por el sistema de dicho Estado.

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

3. Las sucursales de empresas de servicios de inversión con sede social en un Estado no perteneciente a la Unión Europea, autorizadas para operar en España, deberán acreditar su pertenencia a un fondo similar en su país de origen que proporcione una

protección análoga a la ofrecida por el fondo regulado por este Real Decreto. De lo contrario, estarán obligadas a estar adheridas al Fondo de Garantía. En este supuesto, se establecerán acuerdos de colaboración en los mismos términos previstos en el apartado 2 anterior.

Artículo 4. *Ámbito territorial y cobertura garantizada.*

1. La cobertura contemplada en el presente Real Decreto será de aplicación a las actividades que a continuación se relacionan, realizadas por las empresas de servicios de inversión adheridas a alguno de los fondos previstos en esta norma:

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

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

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

Los países o territorios que se encuentran en este último supuesto serán especificados por el Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV.

No gozarán de garantía los valores e instrumentos financieros confiados a sucursales de entidades españolas localizadas en países no comunitarios que dispongan de sistemas

nacionales de indemnización de los inversores equivalentes a los españoles.

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

2. El fondo cubrirá la no restitución por parte de sus entidades adheridas, como consecuencia de una situación de insolvencia de las previstas en el artículo 5, del dinero o de los valores o instrumentos financieros vinculados a las actividades mencionadas en el apartado precedente, que pertenezcan a sus clientes.
3. La cobertura del fondo no alcanzará a las pérdidas del valor de la inversión o cualquier riesgo de crédito.
4. Quedan excluidos de la garantía del fondo el dinero y los valores e instrumentos confiados por los siguientes inversores:
 - a) Las empresas de servicios de inversión.
 - b) Los constituidos por empresas pertenecientes al mismo grupo económico que la empresa de servicios de inversión.
 - c) Las entidades de crédito.
 - d) Las entidades aseguradoras.
 - e) Las instituciones de inversión colectiva y sus correspondientes sociedades gestoras.
 - f) Los fondos de pensiones y sus correspondientes sociedades gestoras.
 - g) Las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.
 - h) Las entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores.
 - i) Las Administraciones públicas.
 - j) Los directivos y administradores de la empresa de servicios de inversión, sus apoderados, los socios poseedores de al

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

k) Aquellos inversores no contemplados en las letras anteriores, que sean responsables directa o indirectamente de la situación de deterioro patrimonial de la entidad adherida o sean beneficiarios directos de actos de la empresa de servicios de inversión que hayan provocado dicho deterioro o contribuido a agravar el mismo.

Estas circunstancias deberán ser declaradas expresamente por la CNMV cuando se trate de lo prevenido en el apartado 1.b) del artículo 5 del presente Real Decreto y por la autoridad judicial competente en los restantes casos.

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

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

5. En los supuestos contemplados en los párrafos k), l) y m), la sociedad gestora podrá suspender el pago de los importes garantizados a los inversores, hasta que se produzca una resolución definitiva por parte de la autoridad competente, judicial o administrativa, en atención a cada supuesto.

Artículo 5. *Declaración de incumplimiento y derechos de los inversores.*

1. Los inversores que no puedan obtener directamente de una entidad adherida al fondo el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos que les pertenezcan podrán solicitar a la sociedad gestora del mismo la ejecución de la garantía que presta el fondo, cuando se produzca cualquiera de las siguientes circunstancias:
 - a) Que la empresa de servicios de inversión haya sido declarada en estado de quiebra, o se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad, y esas situaciones conlleven la suspensión de la restitución del dinero o de los valores o instrumentos financieros ; no obstante, no procederá el pago de esos importes si, dentro del plazo previsto para iniciar su desembolso, se levantara la suspensión mencionada.
 - b) Que la CNMV declare que la empresa de servicios de inversión no puede, a la vista de los hechos de los que ha tenido conocimiento la propia Comisión y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores. Para que la CNMV pueda realizar esta declaración será necesario que se produzcan las siguientes circunstancias:
 - 1.^a Que el inversor hubiera solicitado a la entidad adherida la devolución de los fondos o valores que le hubiera confiado y no hubiera obtenido satisfacción en un plazo máximo de veintidós días hábiles por parte de aquélla.
 - 2.^a Que la entidad adherida no se encuentre en una de las situaciones previstas en el párrafo a) de este artículo.
 - 3.^a Que se dé previa audiencia a la entidad adherida, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

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

2. Una vez producida alguna de las declaraciones a que se refiere el apartado anterior, los inversores tendrán derecho a reclamar del fondo, con el límite cuantitativo establecido en el artículo 6, el reembolso de los recursos dinerarios y la devolución del valor dinerario de todo valor o instrumento financiero que tengan depositado o registrado en la empresa de servicios de inversión, cuando estos activos estén vinculados a servicios o actividades de los comprendidos en el ámbito definido en el artículo 4 de este Real Decreto.

Artículo 6. *Importe garantizado y límite cuantitativo de la indemnización.*

1. Los fondos garantizarán que todo inversor perciba el valor monetario de su posición acreedora global frente a dicha empresa, con el límite cuantitativo de 20.000 euros.

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

2. La determinación de la posición del inversor se hará contabilizando todas las cuentas o posiciones abiertas a su nombre en una empresa de servicios de inversión, teniendo en cuenta el signo de sus saldos, cualesquiera que fuesen las monedas de denominación, hasta establecer su posición acreedora global frente a dicha empresa.

El cálculo de esta posición se realizará tomando la cuantía de los recursos dinerarios y el valor de mercado de los valores o instrumentos que le pertenezcan a la fecha de las declaraciones previstas en el artículo 5.1.

En el caso de que los valores o instrumentos financieros no se negocien en un mercado secundario español o extranjero, para

determinar esa posición, una vez que se haya producido una declaración de incumplimiento de las previstas en el anterior artículo 5 y únicamente para este proceso, su valor se calculará atendiendo a los siguientes criterios:

- a) Valores de renta variable: valor teórico calculado sobre el último balance auditado a la entidad emisora ; en el caso de que no exista balance auditado, o éste contenga salvedades con ajustes que puedan determinar un valor teórico menor del que resulte de las cuentas, el valor de mercado se determinará pericialmente.
 - b) Valores de renta fija: valor nominal más el cupón corrido cuando el tipo de interés sea explícito, o valor de reembolso actualizado al tipo implícito de emisión cuando se trate de valores tipo cupón cero o emitidos al descuento.
 - c) Instrumentos financieros: valor estimado de mercado calculado con arreglo a los procedimientos de valoración generalmente aceptados respecto al instrumento de que se trate.
 - d) En los casos de valores o instrumentos emitidos por empresas que se encuentren en suspensión de pagos o quiebra, el valor a restituir se determinará pericialmente, pudiendo posponer su determinación hasta la conclusión del procedimiento concursal correspondiente.
3. El importe garantizado se aplicará por inversor, sea persona natural o jurídica, y cualesquiera que sean el número y clase de cuentas de dinero, valores o instrumentos financieros, en que figure como titular en la misma empresa de servicios de inversión.
 4. Cuando una cuenta tenga más de un titular, su importe se dividirá entre los titulares, de acuerdo con lo previsto en el correspondiente contrato de prestación de servicios, depósito o registro celebrado con la empresa de servicios de inversión y, en su defecto, a partes iguales.
 5. Cuando los titulares de una cuenta actúen como representantes o agentes de terceros, siempre que esta condición existiera en el momento de su apertura y formalización con las empresas de

servicios de inversión y ésta hubiera tenido lugar antes de producirse alguna de las circunstancias descritas en el artículo 5, la cobertura del fondo se aplicará a los beneficiarios de aquélla, ya sea de efectivo, valores o instrumentos financieros, en la parte que les corresponda.

Artículo 7. *Subrogación del fondo.*

Por el mero hecho del pago de las cantidades garantizadas, el fondo se subrogará en los derechos que los inversores ostenten frente a la empresa de servicios de inversión, hasta un importe igual a la cantidad que les hubiese sido abonada como indemnización, siendo suficiente título el documento en que conste el pago.

En el supuesto de que los valores u otros instrumentos financieros confiados a la empresa de servicios de inversión fuesen restituidos por aquélla con posterioridad al pago de un importe garantizado, los fondos podrán resarcirse del importe satisfecho, total o parcialmente, si lo restituido, valorado conforme a lo establecido en el artículo anterior en el momento de la restitución, fuera mayor que la diferencia entre el valor de los que fueron confiados a la entidad, valorados en el momento en que se produjeron los hechos citados en el artículo 5.1, y el importe de la indemnización pagada al inversor.

Cuando el valor de lo restituido fuese superior al de los valores e instrumentos, calculado en la fecha citada en el artículo 5.1, el exceso se distribuirá entre el fondo y el inversor a prorrata de sus respectivos créditos.

La restitución se realizará al fondo correspondiente, quien entregará al inversor las cantidades que correspondan con arreglo a lo previsto en el párrafo precedente, estando facultado dicho fondo, a tal fin, para enajenar los valores en la cuantía que resulte procedente. Cuando se trate de valores negociables cotizados en mercados secundarios de valores oficiales, la enajenación habrá de hacerse con arreglo a las normas de dichos mercados.

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

Artículo 8. Régimen económico.

1. Las entidades adheridas a los Fondos de Garantía de Inversiones deberán realizar una aportación anual al fondo al que estén adheridas equivalente al 2 por 1.000 del dinero, más el 0,1 por 1.000 del valor de los valores e instrumentos financieros en ellas depositados o registrados por los inversores.
2. Cuando el patrimonio de un fondo alcance una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines, el Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV, podrá acordar la disminución de las aportaciones mencionadas en el apartado 1 de este artículo. En todo caso, esas aportaciones se suspenderán cuando el patrimonio no comprometido en operaciones propias del objeto de los fondos iguale o supere el 1 por 1000 del valor del dinero y de los valores e instrumentos financieros pertenecientes a los inversores depositados o registrados en las empresas de servicios de inversión adscritas a ellos.
3. Cuando la sociedad gestora de un fondo prevea que los recursos patrimoniales y financiaciones disponibles por éste en el curso de un ejercicio sean insuficientes para el cumplimiento de sus funciones u obligaciones, requerirá a las entidades adheridas a aquél la realización de las derramas necesarias para subsanar el correspondiente desequilibrio financiero o patrimonial.

Estas derramas se distribuirán entre las entidades de acuerdo con los criterios previstos en los apartados 5 y 6 de este artículo y habrán de efectuarse en la fecha que establezca la sociedad gestora, previa puesta en conocimiento de la CNMV.
4. Las aportaciones anuales de las empresas de servicios de inversión adheridas a los fondos irán destinadas a cubrir las necesidades derivadas de las funciones atribuidas a éstos y se calcularán y materializarán a partir de la fecha de cierre de cada ejercicio en al menos dos desembolsos, en los porcentajes que fije la sociedad gestora correspondiente a la vista de las necesidades del fondo. Las aportaciones se realizarán siempre en efecti-

vo y no serán objeto de devolución a las entidades aportantes, salvo lo previsto en el artículo 10 del presente Real Decreto.

5. Para cada fondo, su sociedad gestora elaborará un presupuesto anual, que coincidirá con el año natural, el cual incluirá el importe de la comisión de gestión en favor de la Sociedad Gestora, el importe provisional de la aportación anual que será requerido de las entidades adheridas y, en su caso, las posibles financiaciones con entidades financieras. Este presupuesto deberá incorporar el detalle explicativo de la aportación anual provisional exigible a cada entidad adherida, para lo cual la sociedad gestora distribuirá la aportación conjunta anual resultante al fondo entre las empresas adheridas al mismo aplicando los siguientes criterios:

- a) Un primer tramo en función del número de clientes de las entidades adheridas cubiertos por la garantía.

- b) Un segundo tramo en función del importe del dinero, valores e instrumentos depositados o registrados por las entidades adheridas y cubierto por la garantía.

La ponderación de cada uno de estos tramos será fijada por la sociedad gestora en cada presupuesto anual, si bien el primero de ellos no podrá representar menos de un 50 por 100 en la distribución a cada entidad adherida de la aportación conjunta anual.

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

6. La sociedad gestora de cada fondo determinará la base para el cálculo del importe provisional de la aportación conjunta anual de las entidades adheridas a cada fondo a partir de las

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

a) Para las cuentas o posiciones de dinero de los inversores, se tomará como valor efectivo base su promedio mensual en balance a fin de mes.

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

Cuando en el cálculo a que se refiere el párrafo anterior el valor efectivo base de valores e instrumentos financieros de alguna de las entidades adheridas, cuyo programa de actividades incluyera el depósito o registro de valores e instrumentos financieros, fuese cero o inferior al valor máximo del primer cuartil de la serie de valores efectivos base de valores e instrumentos financieros mayores que cero del conjunto de las entidades adheridas al fondo, la sociedad gestora atribuirá a las entidades en las que se produzca tal circunstancia un valor efectivo base mínimo positivo tomando como referencia el valor máximo de dicho cuartil.

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

7. La aprobación del presupuesto anual con el cálculo provisional de la aportación conjunta anual, su distribución entre entidades y el resto de informaciones que ha de incorporar deberá realizarse por parte de la sociedad gestora correspondiente antes del 1 de mayo de cada año y el primer desembolso de la aportación anual por parte de las entidades adheridas tendrá lugar antes del 31 de mayo sobre la base de los cálculos provisionales. El segundo desembolso habrá de hacerse no más tarde del 1 de septiembre, tras los ajustes que fueran necesarios como consecuencia del cálculo final de la aportación conjunta anual, una vez considerada la información definitiva y la auditada del último ejercicio cerrado, así como también, en su caso, de los ajustes que sean necesarios derivados de nuevas incorporaciones de empresas ocurridas en el ínterin.
8. Una vez aprobado el presupuesto anual por la sociedad gestora, ésta deberá remitirlo a la CNMV para su aprobación en los treinta días naturales siguientes a su recepción.
9. El patrimonio no comprometido de los fondos deberá estar materializado en deuda pública o en otros activos de elevada liquidez y bajo riesgo.
10. Cuando se trate de sucursales de empresas de servicios de inversión con sede social en otro Estado, la CNMV consultará con la autoridad competente del Estado de origen de la sucursal antes de determinar la cuantía de su aportación. En todo caso, la CNMV tendrá en consideración el nivel de cobertura que ofrezca el sistema de garantía de dicho Estado.

Artículo 9. *Régimen de adhesión.*

1. Las sociedades y agencias de valores tendrán la obligación de adherirse a alguno de los Fondos de Garantía, previstos en el artículo 2, con ocasión del procedimiento de autorización. No obstante, aquellas entidades adheridas que adquieran la condición de miembros de una Bolsa de Valores, una vez adquirido su nuevo estatus podrán optar en su adhesión por cualquiera de los dos fondos que, en su caso, se hayan creado.
2. Las sucursales de empresas de servicios de inversión ubicadas o no en la Unión Europea, con ocasión de su establecimiento en España, pondrán en conocimiento de la CNMV su régimen de adhesión, conforme a lo previsto en el artículo 3 del presente Real Decreto.

Artículo 10. *Aportaciones de nuevas entidades adheridas.*

1. Las sociedades y agencias de valores adheridas a uno de los fondos previstos en este Real Decreto que decidan cambiar o que hayan de cambiar de fondo, porque pasen a ser o dejen de ser miembros de una Bolsa de Valores, realizarán su aportación inicial al fondo al que hayan de adherirse con motivo de dicho cambio, conforme a los criterios previstos en el artículo 8 anterior, calculándose provisionalmente la aportación a prorrata de los meses que medien entre la fecha de incorporación al fondo correspondiente y la fecha de cierre del año de que se trate. En este proceso, dichas sociedades y agencias de valores tendrán derecho a traspasar al nuevo Fondo el remanente, si lo hubiera, a la fecha del cambio, de las aportaciones efectuadas al Fondo en el que causan baja. Se entenderá por remanente el saldo positivo de la suma de las aportaciones anuales y derramas efectuadas desde la fecha de su incorporación al Fondo en el que causan baja, una vez deducidas:
 - a) La parte que corresponda por las comisiones anuales de la sociedad gestora devengadas desde la fecha de incorporación al fondo.

b) Las aplicaciones que correspondan por las indemnizaciones pagadas desde la fecha de incorporación, así como las que hayan de atenderse si antes de la fecha del cambio se hubiera producido una declaración de incumplimiento conforme al artículo 5.

c) Las aplicaciones que correspondan a la cobertura de déficit patrimoniales habidos en el Fondo desde la fecha de incorporación.

En todo caso la sociedad gestora podrá retener y exigir a las entidades que causen baja las aportaciones o derramas necesarias para cubrir el déficit patrimonial que, en su caso, pudiera existir en el fondo a la fecha de la baja, conforme a lo previsto en el apartado 3 del artículo 8.

2. Constituidos los Fondos de Garantía de Inversiones, en caso de adhesión de una nueva entidad residente de nueva creación o de una nueva sucursal de una extranjera y por tanto sin actividad previa, cada una de estas entidades desembolsará en la fecha de su incorporación al Fondo el importe establecido como aportación mínima inicial en el presupuesto anual correspondiente aprobado por la CNMV.
3. Las aportaciones de las nuevas entidades adheridas se realizarán en la fecha de adhesión.

Artículo 11. *Financiaciones.*

Las sociedades gestoras podrán concertar, por cuenta del Fondo, préstamos y créditos con entidades financieras para cumplir con las obligaciones frente a los inversores previstas en el artículo 4 de este Real Decreto. La sociedad gestora informará de esta actuación a la CNMV.

Artículo 12. *Baja y exclusión del fondo.*

1. Cuando una sociedad o agencia de valores cause voluntariamente baja como empresa de servicios de inversión, conforme al procedimiento previsto en su normativa específica, también causará baja en el Fondo de Garantía en la fecha de baja en el registro oficial de empresas de servicios de inversión.

2. Las empresas de servicios de inversión que no realicen debidamente sus aportaciones al Fondo de Garantía de Inversiones al que estén adheridas, no contribuyan a las derramas o incumplan las obligaciones previstas en este Real Decreto podrán ser excluidas del fondo una vez que, requeridas al efecto, no hayan regularizado su situación en el plazo que determine la sociedad gestora, que no podrá ser inferior a un mes. Será competente para acordar la exclusión la CNMV, previo informe de la sociedad gestora del fondo afectado y previa audiencia del interesado, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.
3. Cuando los incumplimientos a que se refiere el apartado precedente se refieran a una sucursal de una empresa de servicios de inversión de un país de la Unión Europea, la Sociedad Gestora del Fondo informará a la CNMV y a la autoridad competente del Estado de origen.

La CNMV y, en su caso, la autoridad competente del otro Estado, con la colaboración de la sociedad gestora, adoptará las medidas necesarias para que la empresa de servicios de inversión cumpla sus obligaciones, que podrá determinar la suspensión de actividades prevista en el artículo 75 de la Ley del Mercado de Valores.

En todo caso, a las entidades adheridas que no realicen las aportaciones al fondo en los plazos establecidos, se les aplicará un recargo del 20 por 100 sobre el importe de la aportación, que habrá de hacer efectivo al tiempo que efectúe dicha aportación. Quedarán exceptuadas de dicho recargo las entidades que estuviesen declaradas en suspensión de pagos.

4. En aquellos casos descritos en el apartado 2 de este artículo las sociedad gestora seguirá el siguiente procedimiento:
 - a) En el supuesto de que la empresa de servicios de inversión no cumpliera sus obligaciones, tras la adopción de las medidas antes mencionadas, la sociedad gestora le comunicará que

podrá ser excluida del fondo en el plazo de doce meses a partir de la notificación, dando cuenta de ello inmediatamente a la CNMV.

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

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

5. La exclusión será causa para que el Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV, revoque inmediatamente la autorización que le hubiera sido concedida para ejercer su actividad, cuando la entidad excluida tenga su sede social en España, previo expediente con audiencia del interesado.
6. En todo caso, la garantía del fondo continuará en vigor hasta que el Ministro de Economía revoque la autorización para el ejercicio de las actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión. En tanto permanezca vigente la garantía del fondo, la empresa de servicios de inversión quedará obligada a realizar las aportaciones ordinarias y extraordinarias que correspondan previstas en el artículo 8 de este Real Decreto, siendo igualmente de aplicación, en su caso, los recargos que correspondieran previstos en el apartado 3 de este artículo.
7. Lo establecido en los apartados anteriores será aplicable, en todos sus términos, al supuesto de no aportación al capital de la sociedad gestora por parte de una entidad adherida, con la excepción de la imposición de recargos.
8. Toda sociedad o agencia de valores que cause baja voluntaria o sea excluida del correspondiente Fondo de Garantía de Inversiones no tiene derecho alguno a la restitución de las aportaciones anuales y derramas realizadas excepto en el supuesto previsto en el artículo 10.

Dichas sociedades o agencias continuarán obligadas a realizar derramas que pudieran ser acordadas por la sociedad gestora del fondo con respecto a obligaciones de pago del Fondo originadas por declaraciones de incumplimiento acaecidas con anterioridad a la fecha de baja o exclusión del fondo.

9. La retirada de la cobertura será comunicada a los inversores a través del “Boletín Oficial del Estado” y de dos periódicos de gran circulación.

Artículo 13. *Plazo para satisfacer los derechos de los inversores.*

1. Los fondos satisfarán en metálico las indemnizaciones a los inversores cuyo derecho haya sido debidamente comprobado dentro de los tres meses siguientes a la fecha de la declaración de incumplimiento a que se refiere el artículo 5 de este Real Decreto.

Cuando las sociedades gestoras de los fondos prevean que éstos no pueden efectuar los pagos en el plazo establecido, podrán solicitar a la CNMV la concesión de una prórroga no superior a tres meses, indicando las razones de la solicitud. La CNMV podrá autorizarla cuando aprecie que concurren motivos excepcionales que justifiquen el retraso.

2. Transcurrido el plazo de pago de tres meses, o, en su caso, el plazo prorrogado previsto en el apartado anterior, los inversores dispondrán de un plazo adicional de tres meses para reclamar a la sociedad gestora, aunque ya lo hubieran hecho con anterioridad, la indemnización de sus derechos que, con arreglo a esta norma, consideren que no han sido adecuadamente atendidos.

Sin perjuicio del transcurso de estos plazos, los inversores, siempre que lo soliciten motivadamente, podrán presentar la reclamación anterior en un plazo superior al previsto en el presente artículo.

3. En todo caso, los importes no satisfechos tras los plazos anteriores quedarán en los fondos a disposición de sus titulares, sin perjuicio de su prescripción con arreglo a derecho.

Artículo 14. *Información a los inversores.*

1. Las entidades adheridas a los fondos no podrán utilizar su pertenencia a los mismos en su publicidad, si bien podrán incluir una mención a aquélla sin añadir otros datos o informaciones sobre los fondos. De igual modo, tendrán en sus oficinas, a disposición del público, información sobre las características del fondo.

Esta información deberá comprender entre otros los siguientes extremos:

- a) Indicación, en su caso, de las coberturas ofrecidas por sistemas o fondos extranjeros.
 - b) Régimen de cobertura para los supuestos de depósito o registro de valores en otras entidades financieras.
 - c) Indicación de la exclusión de los servicios y actividades realizados en los países y territorios a que se refiere el artículo 4.1.c), así como una relación actualizada de los mismos.
2. Las sociedades gestoras de los fondos insertarán anualmente en su Memoria anual la relación de las entidades adheridas. Esta Memoria deberá depositarse anualmente en la CNMV para su consulta pública.

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

SECCIÓN 2ª. DE LAS SOCIEDADES GESTORAS**Artículo 15.** *Naturaleza jurídica y composición.*

La sociedad gestora se constituirá con forma de sociedad anónima y sus socios serán las empresas de servicios de inversión adheridas al fondo en los términos del presente Real Decreto.

Artículo 16. *Estatutos sociales.*

Los Estatutos sociales de la sociedad gestora y sus modificaciones requerirán la previa aprobación de la CNMV.

El proyecto de Estatutos podrá entenderse como aprobado si, transcurrido el plazo de tres meses desde su presentación, no se hubiera producido resolución expresa acerca del mismo.

Artículo 17. *Capital social.*

El capital social de la sociedad gestora será el necesario para asegurar la consecución de su objeto social.

Las acciones del capital social de la sociedad gestora serán nominativas.

El capital social de la sociedad gestora se distribuirá entre las empresas de servicios de inversión adheridas al fondo, de acuerdo con los criterios establecidos en el apartado 5 del artículo 8.

Artículo 18. *Modificaciones en el capital social.*

1. Durante los dos meses siguientes a la aprobación de las cuentas anuales de la sociedad gestora se procederá a adaptar las participaciones en el capital de cada una de las entidades adheridas, con el fin de dar cabida a las empresas que hayan solicitado su adhesión al fondo y para hacer efectivo tanto el cese de quienes hayan dejado de participar en el sistema de garantía como las variaciones que se hayan producido en los porcentajes de participación de las entidades adheridas.
2. El ajuste se efectuará ampliando o reduciendo el capital en la medida necesaria, salvo que se opte por la venta o compra por la sociedad gestora de sus propias acciones. Para estas enajenaciones, ampliaciones o reducciones de capital bastará con el acuerdo del Consejo de Administración, no siendo de aplicación a las mismas lo dispuesto en los artículos 75 a 79, 158, 164, 165 y 166 de la Ley de Sociedades Anónimas, texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de marzo. En el supuesto de ampliación, el capital deberá desembolsarse de una sola vez.

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

3. El precio de las acciones, en los supuestos contemplados en los apartados anteriores, será el valor teórico que resulte del último balance aprobado.
4. La sociedad gestora deberá comunicar el resultado del proceso a la CNMV.
5. Las ampliaciones o reducciones del capital que acuerde la sociedad gestora con distinta finalidad a las contempladas en los anteriores apartados, estarán sujetas al régimen general de la Ley de Sociedades Anónimas, respetando los criterios de participación establecidos en el presente Real Decreto.
6. Cuando a una empresa de servicios de inversión le sea revocada la autorización para ejercer su actividad o decida voluntariamente excluirse del fondo, la sociedad gestora podrá retrasar la devolución que pudiera corresponderle de las aportaciones al capital efectuadas hasta que tenga lugar la siguiente adaptación del capital de la sociedad gestora, en los términos contemplados en el anterior apartado 1.

Artículo 19. Régimen económico.

1. La sociedad gestora elaborará un presupuesto anual, que deberá ser sometido a la aprobación de la CNMV antes del 1 de diciembre de cada año. La CNMV condicionará dicha aprobación a la idoneidad del presupuesto para el cumplimiento de los fines que tiene encomendados la sociedad gestora.
2. Si como consecuencia de circunstancias sobrevenidas la sociedad gestora presentara pérdidas que hicieran necesario restablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio, se estará a lo previsto en la Ley de Sociedades Anónimas.

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

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

El Ministro de Economía o, con su habilitación expresa, la CNMV, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, podrá establecer los registros, las normas contables, los modelos de los estados financieros de la sociedad gestora y la periodicidad con la que deberán remitirse a la CNMV.

Artículo 20. *Funciones.*

Serán funciones de las sociedades gestoras las siguientes:

- 1.^a Las de representación y gestión del fondo.
- 2.^a Administrar el patrimonio del fondo de acuerdo con criterios de rentabilidad, seguridad y liquidez.
- 3.^a Promover la información para dar a conocer a los inversores el alcance y contenido del fondo.
- 4.^a Atender con cargo al fondo los pagos de indemnizaciones de conformidad con lo previsto en la Ley del Mercado de Valores y en el presente Real Decreto.
- 5.^a Ejercitar por cuenta del fondo los derechos en los cuales éste se haya subrogado.
- 6.^a Informar a la CNMV del incumplimiento de las obligaciones de aportación al fondo o al capital social de la sociedad gestora por parte de las empresas de servicios de inversión adheridas.
- 7.^a Adoptar las medidas necesarias para el cumplimiento de las obligaciones de aportación al fondo o al capital social de la sociedad gestora por parte de las empresas de servicios de inversión que deban adherirse al sistema de garantía.

- 8.^a Proponer, en su caso, a la CNMV la suspensión de una entidad adherida por incumplimiento de sus obligaciones para con el fondo o con la sociedad gestora.
- 9.^a Instar, en su caso, a la CNMV la tramitación de la revocación de la autorización de una entidad adherida por el incumplimiento de sus obligaciones para con el fondo o con la sociedad gestora.
10. Prestar a la CNMV cuanta asistencia le solicite en el ejercicio de sus funciones de supervisión, inspección y sanción.
11. Cargar al fondo, en concepto de comisión de gestión, los gastos en los que haya incurrido como consecuencia de su representación y gestión, y que no sean directamente repercutibles sobre el mismo.

Artículo 21. *Consejo de Administración y Director general.*

El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director general exigirá la previa aprobación de la CNMV. En todo caso, miembros y Director deberán cumplir los requisitos establecidos en los párrafos f), g) y h) del artículo 67.2 de la Ley del Mercado de Valores.

Se integrará en el Consejo de Administración un representante de la CNMV, con voz y sin voto, quien velará por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad del fondo.

El mencionado representante podrá proponer a la CNMV que suspenda todo acuerdo del Consejo de Administración que se considere contrario a dichas normas y a los fines propios del fondo. La CNMV podrá acordar dicha suspensión, previa audiencia de la sociedad gestora.

Asimismo, en el Consejo de Administración de la Gestora de los fondos de Garantía de Inversiones se integrará, con voz y sin voto, un representante de cada Comunidad Autónoma con competencias en la materia en la que exista un mercado secundario oficial, con las funciones de velar por el cumplimiento de las normas reguladoras de la actividad de fondo.

Artículo 22. *Supervisión de la sociedad gestora.*

La sociedad gestora estará sujeta a la supervisión de la CNMV, según el régimen establecido en el título VIII de la Ley del Mercado de Valores.

CAPÍTULO II**Los fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito y la cobertura del sistema de garantía de inversiones:****Modificaciones del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito****Artículo 23.**

Se da nueva redacción al artículo 1, del objeto y personalidad jurídica, apartado 2, del Real Decreto 2606/1996, quedando como sigue:

«2. Los fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito tendrán personalidad jurídica, con capacidad para el desarrollo de sus fines, en régimen de derecho privado y sin sujeción a las normas reguladoras de los organismos públicos.

Sin perjuicio de su personalidad jurídica independiente, los fondos podrán establecer de mutuo acuerdo servicios comunes para el desarrollo de sus actividades.»

Artículo 24.

El artículo 2, órganos de gobierno de los fondos, apartado 6, del Real Decreto 2606/1996, quedará redactado como sigue:

«6. Para la validez de las reuniones de las Comisiones Gestoras será necesaria la asistencia de la mitad de sus miembros. Sus acuerdos se adoptarán por mayoría de sus miembros, gozando su Presidente de voto de calidad.

No obstante, se requerirá mayoría de dos tercios en los casos siguientes:

a) Para acordar la realización de derramas, conforme a lo previsto en el artículo 3.5.

b) Cuando se trate de adoptar medidas contenidas en un plan de actuación, conforme a lo previsto en el artículo 10, para cuya financiación no se contemple aportación alguna por parte del Banco de España.»

Artículo 25.

El artículo 3, patrimonio de los fondos, del Real Decreto 2606/1996, queda redactado como sigue:

- «1. Las entidades adscritas a los fondos están obligadas a cumplir con el régimen económico de aportaciones anuales y derramas regulado en los apartados 2 y 5 de este artículo, de forma que el fondo de garantía de depósitos correspondiente pueda cumplir con las obligaciones frente a los depositantes e inversores impuestas en esta norma.
2. Las aportaciones anuales de las entidades adscritas a los fondos serán del 2 por 1.000 de los depósitos existentes al final del ejercicio a los que se extiende la garantía. A tal fin, la base de cálculo se integrará con los depósitos garantizados, según se definen en el artículo 4.1, más el 5 por 100 del valor de cotización del último día de negociación del año, en el mercado secundario correspondiente, de los valores garantizados, según lo definido en el artículo 4.2, existentes al final del ejercicio. Cuando entre estos últimos figuren valores e instrumentos financieros no negociados en un mercado secundario, español o extranjero, su base de cálculo vendrá dada por su valor nominal o por el de reembolso, el que resulte más propio del tipo de valor o instrumento financiero de que se trate, salvo que se haya declarado o conste otro valor más significativo a efectos de su depósito o registro.
3. Las aportaciones anuales de las entidades adscritas irán destinadas a cubrir las necesidades derivadas de las funciones atribuidas a los fondos y se ingresarán en la cuenta que designe la Comisión Gestora correspondiente, a partir de la fecha de cierre de cada ejercicio, en uno o más desembolsos, a la vista de las necesidades del fondo y en los plazos que fije la Comisión Gestora correspondiente.

4. Cuando el patrimonio de un fondo alcance una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines, el Ministro de Economía, a propuesta del Banco de España, podrá acordar la disminución de las aportaciones mencionadas en el apartado 1 de este artículo. En todo caso, esas aportaciones se suspenderán cuando el fondo patrimonial no comprometido en operaciones propias del objeto de los fondos iguale o supere el 1 por 100 de la base de cálculo de las aportaciones previstas en el apartado 1 precedente, lo que será comunicado por la Comisión Gestora en la forma que la misma establezca.
5. Cuando el patrimonio de los fondos alcance valores negativos, la Comisión Gestora podrá acordar la realización de derramas entre las entidades adscritas, que se distribuirán según la base de cálculo de las aportaciones, prevista en el apartado 1 precedente, y cuyo importe total no podrá exceder de la cuantía necesaria para eliminar aquel déficit.
6. Excepcionalmente, y al efecto de salvaguardar la estabilidad del conjunto de las entidades adscritas a él, un fondo podrá nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley.
7. El patrimonio no comprometido de los fondos deberá estar materializado en deuda pública o en otros activos de elevada liquidez y bajo riesgo.»

Artículo 26.

El artículo 4, definición de los depósitos garantizados, del Real Decreto 2606/1996, quedará como sigue:

«Artículo 4. *Delimitación de la garantía.*

1. A todos los efectos de este Real Decreto, tendrán la consideración de depósitos garantizados los saldos acreedores mantenidos en cuenta, incluidos los fondos procedentes de situaciones transitorias por operaciones de tráfico y los certificados de depósito nominativos que la entidad tenga obligación de restituir en las condiciones legales y contractuales aplicables, cual-

quiera que sea la moneda en que estén nominados y siempre que estén constituidos en España o en otro Estado miembro de la Unión Europea.

Entre los fondos procedentes de situaciones transitorias, a que se refiere el párrafo precedente, se incluirán, en todo caso, los recursos dinerarios que se hayan confiado a la entidad para la realización de algún servicio de inversión, de acuerdo con la Ley 24/1988, o que provengan de la prestación de dichos servicios o actividades.

2. A efectos del presente Real Decreto, tendrán la consideración de valores garantizados los valores negociables e instrumentos financieros previstos en el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores, que hayan sido confiados a la entidad de crédito en España o en cualquier otro país, para su depósito o registro o para la realización de algún servicio de inversión. Dentro de los valores garantizados se incluirán, en todo caso, los que hayan sido objeto de cesión temporal y sigan anotados o registrados en la entidad cedente.

No gozarán de garantía los valores e instrumentos financieros confiados a la entidad de crédito para realizar servicios de inversión y actividades complementarias en territorios definidos como paraísos fiscales por la legislación vigente o en un país o territorio que carezca de órgano supervisor de los mercados de valores, o cuando, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los países o territorios que se encuentran en este último supuesto serán especificados por el Ministro de Economía, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

3. En lo concerniente a la garantía referida en los apartados anteriores para servicios de inversión o actividades de depósito o registro de valores, los fondos cubrirán la no restitución de los valores o instrumentos pertenecientes al inversor perjudicado como consecuencia de las situaciones previstas en el artículo 8.2 del presente Real Decreto. En el presente supuesto, en ningún caso se cubrirán pérdidas del valor de la inversión o cualquier riesgo de crédito.
4. No se considerarán depósitos garantizados a los efectos de este Real Decreto y, por tanto, no serán tenidos en cuenta para el cómputo de las aportaciones:
 - a) Los depósitos realizados por otras entidades de crédito por cuenta propia y en su propio nombre, así como los realizados por los sujetos y las entidades financieras siguientes:
 - 1.º Las sociedades y agencias de valores.
 - 2.º Las entidades aseguradoras.
 - 3.º Las sociedades de inversión mobiliaria.
 - 4.º Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, así como las sociedades gestoras de fondos de pensiones, de los fondos de titulización y de capital-riesgo y los depósitos de las entidades que gestionan.
 - 5.º Las sociedades gestoras de carteras.
 - 6.º Las sociedades de capital riesgo y sus correspondientes sociedades gestoras.
 - 7.º Las entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones.
 - 8.º Las entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores.
 - 9.º Cualquier entidad financiera sometida a supervisión prudencial.

- b) Los valores representativos de deuda emitidos por la entidad de crédito, incluso los pagarés y efectos negociables.
- c) Los certificados de depósito al portador, las cesiones temporales de activos y las financiaciones con cláusula de subordinación.
- d) Los depósitos constituidos por empresas pertenecientes al mismo grupo económico que la entidad de crédito.
- e) Los depósitos constituidos en la entidad por las Administraciones Públicas.
- f) Los depósitos constituidos por quienes ostenten cargos de administración o dirección en la entidad que origine la actuación del fondo según lo establecido en el artículo 1.4 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito y sus apoderados que dispongan de poderes generales de representación ; por las personas que tengan una participación significativa en el capital de la entidad según lo establecido en el artículo 56 de la Ley 26/1988, o una participación en empresas de su grupo económico según los criterios contenidos en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ; el Auditor responsable de los informes de auditoría, así como aquellos depositantes que tengan las características antes citadas en las sociedades pertenecientes al grupo de la entidad de crédito y los cónyuges y familiares en primer grado de unos y otros.

No se considerarán valores garantizados a los efectos del presente Real Decreto aquellos de los que sean titulares las personas mencionadas en los párrafos a), d), e) y f) precedentes.

5. Asimismo, y sin perjuicio de que sean tenidos en cuenta para el cómputo de las aportaciones, la obligación de pagar los importes garantizados no comprenderá a los constituidos:
 - a) Con quebrantamiento de las disposiciones vigentes, en particular, los originados en operaciones en relación con las cua-

les haya habido una condena penal por delitos resultantes de operaciones de blanqueo de capitales.

b) Por clientes que hayan obtenido, a título personal, condiciones financieras que hayan contribuido a agravar la situación de la entidad, siempre que tal circunstancia haya sido determinada por sentencia firme.

c) Aquellas personas que actúen por cuenta de cualquiera de los depositantes excluidos en virtud del anterior y de este apartado, o en concierto con los mencionados en los párrafos a) y b) precedentes.

6. No obstante, los plazos establecidos en el artículo 9.1 de este Real Decreto, cuando a juicio de la Comisión Gestora existan circunstancias que permitan presumir la relación o participación de algún depositante con las causas motivadoras de la obligación de indemnizar, podrá suspenderse el pago de las indemnizaciones correspondientes mientras no se declare judicialmente, a instancia de parte, la inexistencia de aquella relación o participación. Los fondos dispondrán de igual facultad cuando un depositante o cualquier otra persona con derecho o interés sobre un depósito haya sido procesado o se hubiera dictado apertura de juicio oral por delitos relacionados con operaciones de blanqueo de capitales, cuando se hubiere incoado el procedimiento abreviado que se regula en el Título III del Libro IV de la Ley de Enjuiciamiento Criminal y hasta tanto finalice el procedimiento.

Lo establecido en este apartado y en el precedente se aplicará, igualmente, a los titulares de valores garantizados».

Artículo 27.

1. El artículo 5, adscripción a los fondos, apartado 2.b) del Real Decreto 2606/1996, quedará redactado como sigue:

«b) Las sucursales de entidades de crédito autorizadas en un país no miembro de la Unión Europea tendrán el siguiente régimen:

- 1.º Su adscripción al fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios será obligatoria cuando los depósitos o valores garantizados constituidos o confiados a la sucursal no estén cubiertos por un sistema de garantía en el país de origen.
 - 2.º Deberán adscribirse al fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios para cubrir la diferencia en nivel o alcance cuando la garantía del sistema del país de origen sea inferior a la cubierta por aquél, ya sea respecto a los depósitos, ya respecto a los valores garantizados.
 - 3.º No será obligatoria su adscripción al fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios cuando los depósitos y los valores garantizados estén cubiertos en el país de origen.»
2. El artículo 5.4 del Real Decreto 2606/1996 quedará redactado como sigue:
- «4. Las entidades integradas en los fondos no podrán utilizar su pertenencia a los mismos en su publicidad, si bien podrán incluir una mención a aquélla sin añadir otros datos o informaciones sobre los fondos. Asimismo, tendrán en sus oficinas, a disposición del público, información sobre las características del fondo e indicación, en su caso, de las coberturas ofrecidas por sistemas o fondos extranjeros. En particular, precisarán el régimen de cobertura para los supuestos de depósito o registro de valores en otras entidades financieras.»

Artículo 28.

El artículo 6, exclusión de los fondos, del Real Decreto 2606/1996, quedará como sigue:

- «1. Las entidades de crédito que no realicen debidamente sus aportaciones al fondo de garantía de depósitos al que estén adheridas, no contribuyan a las derramas o incumplan las obligaciones previstas en el apartado 4 del artículo anterior, podrán ser excluidas del fondo una vez que, requeridas al

efecto, no hayan regularizado su situación en el plazo que se les confiera, que no podrá ser inferior a un mes. Será competente para acordar la exclusión el Ministro de Economía, a propuesta del Banco de España, previo informe de la comisión gestora del fondo afectado y previa audiencia del interesado, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

2. Cuando una sucursal de una entidad de crédito de un país de la Unión Europea no cumpliera las obligaciones que le incumban como miembro del fondo, éste, a través del Banco de España, lo comunicará a la autoridad supervisora del Estado de origen de la entidad, para que adopte las medidas oportunas. Si a pesar de ello, la entidad continuase incumpliendo dichas obligaciones, el fondo podrá proponer a dicha autoridad la exclusión de la sucursal. Obtenida la autorización expresa de la mencionada autoridad, el fondo notificará a la sucursal su exclusión, que será efectiva a los doce meses de la notificación.
3. Los depósitos realizados, tanto en entidades de crédito españolas como en sucursales de entidades de crédito extranjeras, antes de que la exclusión sea efectiva, seguirán amparados por el fondo hasta su vencimiento. En el caso de las cuentas corrientes, el saldo amparado no excederá del existente a la fecha de la exclusión, menos los adeudos que hayan tenido lugar entre la citada fecha y la de la declaración del supuesto que dé lugar al pago de la indemnización.

Los valores e instrumentos financieros confiados a la entidad antes de que su exclusión sea efectiva dejarán de estar garantizados por el fondo transcurridos tres meses desde la fecha de exclusión.

La retirada de la cobertura será comunicada a los depositantes a través del “Boletín Oficial del Estado” y de dos periódicos de ámbito nacional.»

Artículo 29.

El artículo 7, alcance del importe garantizado, del Real Decreto 2606/1996, quedará del modo siguiente:

«Artículo 7. Importes garantizados.

1. El importe garantizado de los depósitos tendrá como límite la cuantía de 20.000 euros o, en el caso de depósitos nominados en otra divisa, su equivalente aplicando los tipos de cambio del día en que se produzca alguno de los hechos citados en el artículo 8.1 de este Real Decreto o al día anterior hábil cuando fuese festivo.

El importe garantizado a los inversores que hayan confiado a la entidad de crédito valores o instrumentos financieros será independiente del previsto en el párrafo precedente y alcanzará como máximo la cuantía de 20.000 euros.

El importe se calculará al valor de mercado de dichos valores e instrumentos en el día en que se produzca alguno de los hechos citados en el artículo 8.2 de este Real Decreto o a los del día anterior hábil cuando fuese festivo, aplicando en su caso el tipo de cambio del día. Los importes garantizados se abonarán en su equivalente dinerario.

Caso de que los valores e instrumentos no se negocien en un mercado secundario oficial, español o extranjero, para determinar el importe garantizado, una vez que se haya producido alguno de los hechos previstos en el artículo 8 y únicamente para este proceso, su valor se calculará atendiendo a los siguientes criterios:

- a) Valores de renta variable: valor teórico calculado sobre el último balance auditado a la entidad emisora ; en el caso de que no exista balance auditado o éste contenga salvedades con ajustes que puedan determinar un valor teórico menor del que resulte de las cuentas, el valor de mercado se determinará pericialmente.
- b) Valores de renta fija: valor nominal más el cupón corrido, cuando el tipo de interés sea explícito, o valor de reembolso

actualizado al tipo implícito de emisión, en el caso de valores tipo cupón cero o emitidos al descuento.

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

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

Esas garantías se aplicarán por depositante o inversor, sea persona natural o jurídica y cualesquiera que sean el número y clase de depósitos de efectivo o de los valores e instrumentos financieros en que figure como titular en la misma entidad. Dicho límite se aplicará también a los depositantes o inversores titulares de depósitos o de valores o instrumentos financieros de importe superior al máximo garantizado.

2. Cuando una cuenta tenga más de un titular, su importe se dividirá entre los titulares, de acuerdo con lo previsto en el contrato de depósito y, en su defecto, a partes iguales.
3. Cuando los titulares de un depósito actúen como representantes o agentes de terceros, siempre que esta condición existiera en el momento de la formalización a la entidad antes de que se produzcan las circunstancias descritas en el artículo 8, la cobertura del fondo se aplicará a los terceros beneficiarios del depósito en la parte que les corresponda.
4. Lo establecido en los apartados 2 y 3 precedentes será aplicable igualmente a los titulares de valores o instrumentos garantizados.
5. Los depósitos existentes en el momento de la revocación de la autorización a una entidad adscrita a un fondo seguirán cubiertos hasta la extinción de la entidad y la entidad seguirá obligada a realizar las aportaciones legalmente exigibles. En el caso

de las cuentas corrientes, el saldo amparado será el existente a la fecha de la revocación. Los valores o instrumentos financieros confiados a la entidad en el momento de la revocación dejarán de estar cubiertos por el fondo transcurridos tres meses desde dicha fecha.»

Artículo 30.

El artículo 8, causas para la ejecución de la garantía, del Real Decreto 2606/1996 ,quedará del modo siguiente:

«Artículo 8. Causas para la ejecución de la garantía.

1. Los fondos satisfarán a sus titulares el importe garantizado de los depósitos cuando se produzca alguno de los siguientes hechos:
 - a) Que la entidad haya sido declarada en estado de quiebra.
 - b) Que se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad.
 - c) Que, no encontrándose la entidad en ninguna de las situaciones contempladas en los anteriores párrafos a) y b) y habiéndose producido impago de depósitos vencidos y exigibles, el Banco de España determine que, en su opinión y por razones directamente derivadas de la situación financiera de la entidad de que se trate, ésta se encuentra en la imposibilidad de restituirlos y no parece tener perspectivas de poder hacerlo en un futuro inmediato. El Banco de España, oída la comisión gestora del fondo, deberá resolver a la mayor brevedad y, a más tardar, dentro de los veintiún días siguientes a haber comprobado por primera vez que la entidad no ha logrado restituir depósitos vencidos y exigibles, tras haber dado audiencia a la entidad interesada, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 84 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, sin que aquélla suponga interrupción del plazo señalado.

2. Los fondos satisfarán a sus titulares el importe garantizado de los valores e instrumentos financieros susceptibles de cobertura cuando se produzca alguno de los siguientes hechos:

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

b) Que el Banco de España declare que la entidad de crédito no puede, a la vista de los hechos de los que ha tenido conocimiento el propio Banco de España y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores.

Para que el Banco de España pueda realizar esta declaración será necesario que se produzcan las siguientes circunstancias:

1 Que el inversor hubiera solicitado a la entidad de crédito la devolución de los valores e instrumentos financieros que le hubiera confiado y no hubiera obtenido satisfacción en un plazo máximo de veintiún días hábiles por parte de aquélla.

2 Que la entidad de crédito no se encuentre en una de las situaciones previstas en los párrafos a) y b) del apartado 1 de este artículo.

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

3. Cuando la entidad afectada fuese una sucursal de una entidad de crédito con sede social en otro Estado de la Unión Europea, la declaración de incumplimiento se adoptará con la colaboración de la autoridad competente de dicho Estado.»

Artículo 31.

El artículo 9, el pago y sus efectos, del Real Decreto 2606/1996, quedará como sigue:

«Artículo 9. El pago y sus efectos.

1. Los fondos deberán estar en condiciones de satisfacer las reclamaciones debidamente comprobadas dentro de los tres meses siguientes a la fecha en que el Banco de España tome alguna de las determinaciones a que se refieren los párrafos c) del apartado 1 y b) del apartado 2 del artículo anterior o la autoridad judicial dicte alguna de las decisiones mencionadas en los párrafos a) y b) del apartado 1 y a) del apartado 2 del artículo anterior y se cumplan las exigencias adicionales previstas en el párrafo a) del artículo 8.2 citado y ello sin perjuicio de lo establecido en el apartado 4 del artículo 4 de este Real Decreto.

Cuando los fondos prevean que no pueden efectuar los pagos en el plazo establecido, podrán solicitar sucesivamente al Banco de España la concesión de hasta tres prórrogas de plazos no superiores a tres meses cada uno, indicando las razones de la solicitud. El Banco de España podrá autorizarlas cuando aprecie que concurren motivos excepcionales que justifiquen el retraso, tales como el elevado número de depositantes o inversores, la existencia de cuentas en otros países o la constatación de dificultades extraordinarias, técnicas o jurídicas, para comprobar el saldo efectivo de los depósitos o valores garantizados o la procedencia de la indemnización.

2. El pago de los importes garantizados de los depósitos de dinero y valores o instrumentos no se extenderá a los efectuados con posterioridad a la fecha en que se hayan producido las causas señaladas en el artículo anterior ni a los depósitos, inversiones o importes que se hayan retirado con posterioridad a dicha fecha, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 7.1 de este Real Decreto.

3. Los fondos no podrán acogerse a los plazos a que se refieren los apartados anteriores para denegar el beneficio de una garantía a un depositante o inversor que no haya podido hacer valer a tiempo su derecho. Los importes no satisfechos, dentro del plazo establecido o de sus prórrogas, quedarán en los fondos a disposición de sus titulares, sin perjuicio de su prescripción con arreglo a Derecho.
4. Por el mero hecho del pago de los importes garantizados, los fondos se subrogarán, por ministerio de la Ley, en los derechos de los depositantes o inversores, hasta un importe equivalente al de los pagos realizados, siendo suficiente título el documento en que conste el pago.
5. En el supuesto de que los valores u otros instrumentos financieros confiados a la entidad fuesen restituidos por aquella con posterioridad al pago de un importe garantizado, los fondos podrán resarcirse del importe satisfecho, total o parcialmente, si lo restituido, valorado conforme establece el artículo 7.1 en el momento de la restitución, fuese mayor que la diferencia entre el de los que fueron confiados a la entidad, valorados en el momento en que se produjeron los hechos citados en el artículo 8.2, y el importe pagado al inversor ; cuando el valor de lo restituido fuese superior al de los valores e instrumentos, calculado en la fecha citada en el artículo 8.2, el exceso se distribuirá entre el fondo y el inversor a prorrata de sus respectivos créditos.

La restitución se realizará al fondo correspondiente, quien entregará al inversor las cantidades que correspondan con arreglo a lo previsto en el párrafo precedente, estando dicho fondo facultado, a tal fin, para enajenar los valores en la cuantía que resulte procedente.»

Artículo 32.

1 artículo 10, otras actuaciones de los fondos de garantía de depósitos, apartado 3 del Real Decreto 2606/1996, quedará como sigue:

«3. Al adoptar estas medidas, el fondo tendrá en cuenta el coste financiero de las mismas a su cargo que se comparará con los desembolsos que hubiese tenido que realizar de optar, en el momento de la adopción del plan, por realizar en lugar de éste el pago de los importes garantizados previstos en el artículo 7.»

Artículo 33.

La disposición final primera, facultad de desarrollo, del Real Decreto 2606/1996 quedará redactada como sigue:

«Se faculta al Ministro de Economía para dictar las normas que sean precisas para el desarrollo del presente Real Decreto y, en particular, para actualizar, previo informe del Banco de España, las cuantías de indemnización contempladas, de conformidad con la normativa vigente de la Unión Europea.

Se autoriza al Banco de España para desarrollar el procedimiento de elección de sus representantes en las comisiones gestoras de los fondos, así como las cuestiones técnico-contable de los conceptos depósitos y valores garantizados, de patrimonio neto no comprometido, y del valor de mercado de los valores garantizados.»

Disposición adicional primera. Aportaciones a los Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito.

En cuanto a lo dispuesto en el artículo 3 del Real Decreto 2606/1996, conforme a la nueva redacción dada por el artículo 25 del presente Real Decreto y por lo que se refiere a las aportaciones correspondientes a los valores garantizados previstas en el apartado 2 de dicho artículo 3, el Ministro de Economía podrá acordar la suspensión temporal de estas aportaciones a la vista de circunstancias efectivas de riesgo de dichos valores y a la cuantía alcanzada por el patrimonio de los Fondos de Garantía de Depósitos.

Disposición adicional segunda. Régimen aplicable a las
Sociedades Gestoras de Carteras.

Las Sociedades Gestoras de Carteras deberán asegurar los riesgos derivados de su actuación mediante un seguro de responsabilidad civil concertado con una entidad aseguradora habilitada legalmente para operar en el ámbito de responsabilidad civil en la Unión Europea, por una suma asegurada no inferior a 1.225.000 euros.

Las prestaciones de dicho seguro estarán exclusivamente destinadas a atender los perjuicios causados a sus clientes derivados de la realización de los servicios de inversión propios de su actividad. El presente requisito deberán cumplirlo en el plazo de seis meses a partir de la entrada en vigor del presente Real Decreto, informando de ello a la CNMV, que hará constar este dato en el registro público de empresas de servicios de inversión.

Disposición adicional tercera. Régimen de los depositarios o registradores centrales de un sistema de compensación y liquidación de un mercado secundario.

Las posiciones de valores e instrumentos financieros que figuren en cuenta de terceros en alguna sociedad o agencia de valores que ejerza las funciones de depositario o registrador central de un sistema de compensación y liquidación de un mercado secundario, no habrán de incluirse dentro del valor efectivo base a utilizar para el cálculo de las aportaciones anuales a realizar por las sociedades y agencias de valores a los Fondos de Garantía. Esta exclusión alcanzará únicamente aquellas posiciones que sean el reflejo en el referido sistema de compensación y liquidación de los saldos de valores o instrumentos financieros negociados en ese mercado secundario que hayan sido depositados o registrados por los inversores en sociedades, agencias de valores o entidades de crédito miembros de ese mercado que estén sujetas a la obligación de contribuir a los Fondos de Garantía.

Disposición transitoria primera. Constitución de la sociedad gestora.

1. La constitución de la sociedad gestora prevista en el artículo 2 del presente Real Decreto deberá producirse en el plazo de cuarenta y cinco días desde la entrada en vigor del presente Real Decreto y deberá ser autorizada por la CNMV.
2. Serán socios fundadores todas las empresas de servicios de inversión que, según el presente Real Decreto, tienen la obligación de adherirse al Fondo de Garantía de Inversiones.
3. A las empresas de servicios de inversión que, teniendo la obligación de ser miembros del Fondo de Garantía de Inversiones, no comparezcan a la firma del otorgamiento de la escritura de constitución de la sociedad gestora, se les aplicará el régimen previsto en el artículo 12 del presente Real Decreto.
4. El capital inicial de la Sociedad Gestora se distribuirá a partes iguales entre las entidades que deban adherirse al Fondo de Garantía de Inversiones, sin perjuicio de que una vez constituido el fondo dichas participaciones se adapten a los criterios establecidos en el artículo 17 del presente Real Decreto.

Disposición transitoria segunda. Actuaciones anteriores a la constitución de las Sociedades Gestoras.

La CNMV podrá requerir de las empresas de servicios de inversión las actuaciones precisas para una rápida y eficaz constitución de la Sociedad Gestora a que se refiere el artículo 2 del presente Real Decreto.

Disposición transitoria tercera. Constitución del Fondo de Garantía de Inversiones.

1. En el plazo máximo de un mes desde la fecha de aprobación de su primer presupuesto por parte de la CNMV, la Sociedad Gestora procederá a la constitución del Fondo. Desde ese mismo momento la Sociedad Gestora asumirá las tareas de representación y gestión del Fondo.

2. La Sociedad Gestora deberá elaborar un presupuesto para el primer ejercicio de funcionamiento del Fondo, que deberá aprobar en el plazo de quince días a partir de la fecha del otorgamiento de la escritura de constitución de la Sociedad Gestora. A dicho presupuesto le será de aplicación lo dispuesto en el artículo 8 del presente Real Decreto, con las adaptaciones oportunas.

Disposición final primera. Habilitación competencial.

El presente Real Decreto tiene carácter básico y se dicta al amparo de la competencia exclusiva del Estado atribuida por el artículo 149.1.11.^a y 13.^a de la Constitución Española.

Disposición final segunda. Habilitaciones normativas al Ministro de Economía.

1. A la vista de la experiencia habida en el proceso de constitución y desarrollo posterior de los Fondos de Garantía de Inversiones, el Ministro de Economía podrá, previo informe de la CNMV, actualizar los porcentajes consignados en los apartados 1 y 2 del artículo 8 de este Real Decreto, así como los criterios de distribución de las aportaciones anuales entre las entidades adheridas a los Fondos reflejados en el apartado 5 de ese mismo artículo.
2. El Ministro de Economía o, en su caso, con su habilitación expresa, el Banco de España y la CNMV, dictarán las disposiciones necesarias para la ejecución y desarrollo del presente Real Decreto, en particular en lo que concierne al régimen de inversiones y de financiación de los Fondos de Garantía de Inversiones y a la información que se debe proporcionar a los inversores, tanto sobre la cobertura de que disfrutaban los inversores como sobre supuestos concretos en que se hayan producido las circunstancias que den lugar a la ejecución de la garantía que prestan dichos fondos.

Disposición final tercera. Habilitaciones normativas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España.

Se habilita a la CNMV y al Banco de España para que mediante Circular determinen los criterios de valoración a aplicar a los distintos tipos de los valores e instrumentos financieros no cotizados a integrar en la base de cálculo de las aportaciones anuales a los Fondos en el marco de lo previsto, respectivamente, en el apartado 6 del artículo 8 de este Real Decreto y en el apartado 1 del artículo 3 del Real Decreto 2606/1996, en la nueva redacción dada por el artículo 25 de este Real Decreto.

Disposición final cuarta. Entrada en vigor.

El presente Real Decreto entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, sin perjuicio de lo previsto en la disposición final primera, apartado 2, de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, por lo que la cobertura de los Fondos de Garantía de Inversores se retrotrae al 1 de julio de 1993.

Dado en Palma de Mallorca a 3 de agosto de 2001.

JUAN CARLOS R.

El Vicepresidente Segundo del Gobierno
para Asuntos Económicos
y Ministro de Economía.

RODRIGO DE RATO Y FIGAREDO