

ESTUDIOS SOBRE LA LEY CONCURSAL

**LIBRO HOMENAJE
A MANUEL OLIVENCIA**

SEPARATA

**MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA,
CÁDIZ, ALMERÍA, MÁLAGA Y ANTEQUERA — UNICAJA
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CÓRDOBA — CAJASUR
MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S. A.
MADRID 2005 BARCELONA**

EL DERECHO CONCURSAL EN EL MERCADO DE VALORES. EL RÉGIMEN JURÍDICO DEL *NOMINEE*

JOSU J. SAGASTI AURREKOETXEA

Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad del País Vasco UPV-EHU
Miembro del Proyecto Jean Monnet de la Unión Europea

SUMARIO: I. PLANTEAMIENTO GENERAL.—II. EL DERECHO CONCURSAL EN EL MERCADO DE VALORES.—1. Régimen común y régimen especial.—2. Comisión Nacional del Mercado de Valores.—3. Entidades participantes en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas y entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.—4. Empresas de Servicios de Inversión y Sociedades de Inversión.—5. Sistemas de pagos y de compensación de valores.—*a)* Determinación normativa.—*b)* Delimitación conceptual y régimen procedimental.—*c)* Régimen de tutela.—*d)* Régimen de enajenación y de liquidación.—6. Operaciones financieras en el marco de un acuerdo de compensación contractual.—7. Operaciones dobles y operaciones con pacto de recompra.—8. Régimen especial *secundario*.—*a)* Solicitud de declaración de concurso por el deudor.—*b)* Provisión sobre la solicitud por el Juez.—*c)* Notificación del auto de declaración de concurso.—*d)* Nombramiento de administradores concursales.—*e)* Cuentas Anuales del deudor.—III. EL *NOMINEE*.—1. Consideraciones previas y determinación conceptual.—2. Protocolo operativo.—3. Naturaleza jurídica.—*a)* Principios comunes.—*b)* Convenio de La Haya sobre la Ley Aplicable a los *Trusts*.—*b.1)* Ámbito de aplicación.—*b.2)* Determinación del Ordenamiento jurídico aplicable.—*b.3)* Reconocimiento.—*b.4)* Régimen general de aplicación del Convenio.—*c)* Derecho nacional.—4. Constitución de garantía o pignoración del *nominee*.—*a)* Consideraciones preliminares.—*b)* Régimen de Derecho comunitario. Los acuerdos de garantía financiera.—*b.1)* Determinación objetiva y ámbito de aplicación.—*b.2)* Disposición o utilización de la garantía financiera cubierta por un acuerdo de garantía financiera prendaria.—*b.3)* Ejecución de un acuerdo de garantía financiera.—*b.4)* Régimen de exclusión de la normativa de insolvencia.—*b.5)* Conflicto de normas.—*c)* Régimen de Derecho nacional.—5. Determinación de la normativa aplicable.—*a)* Consideraciones preliminares y presupuestos configuradores.—*b)* Derecho comunitario-nacional.—*b.1)* Reglamento de la Unión Europea sobre Procedimientos de Insolvencia.—*b.2)* Sistemas de pagos y compensación de valores.—*c)* Derecho internacional-nacional.—*c.1)* Convenio de La Haya sobre la Ley Aplicable a ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermedia-

rio.—c.1.1) Ámbito de aplicación.—c.1.2) Determinación del Ordenamiento jurídico aplicable.—c.1.3) Modificación de la Ley aplicable y protección de derechos.—c.1.4) Régimen de la insolvencia.—c.1.5) Régimen de Normas Transitorias.—c.2) Derecho nacional: normas de Derecho internacional privado.—BIBLIOGRAFÍA.

I. PLANTEAMIENTO GENERAL

La aprobación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal —LC—¹, constituye la respuesta a una demanda y carencia jurídicas y patrimoniales, por cuanto que la normativa precedente, amén de dispersa, se hallaba configurada sobre los parámetros jurídicos, económicos y sociales propios del siglo XIX, lo cual denotaba, entre otros rasgos, el arcaísmo y obsolescencia de la citada regulación.

Asimismo, se ha de poner de manifiesto que la reforma de la legislación concursal ha conllevado otras medidas que trascienden *stricto sensu*, material y formalmente, su contenido. En este sentido, cabe destacar que se ha procedido, igualmente, a aprobar la Ley Orgánica 8/2003, de 9 de julio, para la Reforma Concursal, por la que se modifica la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial —LORC/LOPJ—².

A este respecto, y con un carácter meramente somero, se destacaría la creación de los Juzgados de lo Mercantil —art. 2 LORC/LOPJ, que crea el art. 86 ter LOPJ—³, a quienes se atribuye jurisdicción exclusiva y excluyente, por cuanto que «el carácter universal del concurso justifica la concentración en un solo órgano judicial de las materias que se consideran de especial trascendencia para el patrimonio del deudor» —Exposición de Motivos, II, párrafo primero, LORC/LOPJ y arts. 86 ter LOPJ y 8 LC—⁴.

¹ BOE, núm. 164, de 10 de julio de 2003.

La entrada en vigor de la nueva regulación, de acuerdo con su Disposición Final trigésima quinta, se llevará a cabo el día 1 de septiembre de 2004, salvo en lo que respecta a su Disposición Final tercera —arts. 463, 472 y 482 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEC)— y al mandato contenido en la Disposición Final trigésima segunda —título competencial estatal conforme al art. 149.1.6.^a y 8.^a de la Constitución (CE), «sin perjuicio de las necesarias especialidades que en este orden se deriven de las particularidades del derecho sustantivo de las Comunidades Autónomas»—.

² BOE, núm. 164, de 10 de julio de 2003.

La entrada en vigor de la mencionada norma se ha verificado el día 11 de julio de 2003, a excepción de su artículo primero —efectos del concurso sobre derechos fundamentales del concursado— y la Disposición Transitoria única —asunción de funciones hasta la entrada en funcionamiento de los Juzgados de lo Mercantil, los cuales entrarán en vigor el día 1 de septiembre de 2004, Disposición Final tercera—.

³ En este orden de cosas, habría que señalar que la previsión del citado precepto ha sido recogida y desarrollada por el Acuerdo Reglamentario 7/2003, de 23 de septiembre, del Pleno del Consejo General del Poder Judicial, por el que se modifica el Reglamento 1/1995, de 7 de junio, de la Carrera Judicial, en lo relativo a la especialización de Miembros de la Carrera Judicial en los asuntos propios de los órganos de lo mercantil (BOE, núm. 237, de 3 de octubre de 2003).

⁴ Ello no obstante, existe un posicionamiento en contra de la mencionada atribución en el voto particular que, en el seno del Dictamen del Consejo Económico y Social sobre el Anteproyecto de Ley Concursal y el Anteproyecto de Ley Orgánica para la Reforma Concursal, de 8 de noviembre de 2001, formulan los Consejeros de UGT, CCOO y CIG, pertenecientes al Grupo Primero del CES, así como los Consejeros D. Miguel Rodríguez-Piñero Royo y D. Pere Margalef i Masiá, pertenecientes

al Grupo Tercero del CES: «... se habla de un Juez mercantil especializado, cuando el modelo del Anteproyecto es el de un Juez generalista, que ha de conocer y resolver sobre cuestiones muy diversas, desde las mercantiles y civiles, de familia, laborales y de Seguridad Social...». «... La Reforma, en este punto, no es, además, en ningún caso necesaria. Ni la contempla el Reglamento (CE) 1346/2000, de 29 de mayo, sobre Insolvencias, que no concentra en un Juez único el procedimiento concursal de carácter transnacional, sino que contempla expresamente la posibilidad de que en un concurso de carácter transnacional intervengan varios Jueces en diversos procedimientos, si bien estableciendo que uno sea el “procedimiento principal” y los otros “procedimientos subordinados”. Países con reformas concursales modernas y que se toman por modélicas, como Alemania, tampoco han eliminado la competencia de los Jueces laborales en el conocimiento de los procedimientos de carácter social».

Ahora bien, la creación de los mencionados Juzgados de lo Mercantil merecería una especial crítica o censura, por cuanto que excluye de su ámbito de jurisdicción importantes y significativas áreas propias del Derecho mercantil —*v. gr.*: Derecho cambiario, bancario, contractual, mercados de valores—, lo cual difícilmente puede conjugarse con la finalidad de avanzar en el “proceso de especialización”, derivado y exigido por «la complejidad de la realidad social y económica de nuestro tiempo y su repercusión en las diferentes ramas del Ordenamiento» —Exposición de Motivos, II, párrafo cuarto, de la LORC/LOPJ—, y con otros objetivos, enumerados, asimismo, en la Exposición de Motivos, II, párrafo quinto, de la LORC/LOPJ, máxime el objetivo consistente en que «la totalidad de las materias que se susciten dentro de su jurisdicción sean resueltas por titulares con conocimiento específico y profundo de la materia, lo que ha de facilitar unas resoluciones de calidad en un ámbito de indudable complejidad técnica».

Por consiguiente, la determinación de las materias a las que se extiende, con carácter exclusivo y excluyente, la jurisdicción de los citados Juzgados de lo Mercantil —art. 86 ter LOPJ— resulta ajena a cualquier criterio científico o racional, lo cual resulta altamente censurable y en absoluto queda atenuado por la consideración del legislador de tratar de explicar dicha atribución «a un contraste pragmático de las experiencias que han adelantado en nuestra práctica judicial este proceso de especialización que ahora se generaliza» —Exposición de Motivos, II, párrafo cuarto, de la LORC/LOPJ—. En este orden de cosas habría que hacer mención a que el mismo Informe sobre el Anteproyecto de Ley Concursal del Consejo General del Poder Judicial, de 6 de noviembre de 2001, manifiesta expresamente que las materias atribuidas a los Juzgados de lo Mercantil constituyen un «conjunto de materias heterogéneas», si bien, paradójicamente, no se pronuncia ni emite consideración o juicio de valor alguno al respecto. En cambio, el Informe sobre el Anteproyecto de Ley Concursal que el Ilustre Colegio de Abogados de Madrid eleva a la consideración del Excmo. Sr. Ministro de Justicia, de 22 de octubre de 2001, se pronuncia en términos más severos y críticos: «Esta solución suscita fuertes reservas. En primer lugar, porque introduce una distinción entre el “Derecho mercantil sustantivo” y el “Derecho mercantil procesal” o, más exactamente, porque atribuye al conocimiento de esos Jueces de lo Mercantil tan sólo una parte de las materias mercantiles y, además, distintas materias civiles, como es el caso de las acciones relativas a condiciones generales de la contratación o las incidencias y pretensiones que se promuevan como consecuencia de la aplicación de la normativa en materia de arbitraje. Los Jueces de lo Mercantil no son, pues, Jueces de todo el Derecho mercantil, y tampoco son sólo Jueces de materias mercantiles. Esta restricción de la “mercantilidad” que se introduce en la Ley Orgánica del Poder Judicial a través de ese “Anteproyecto de Ley Orgánica para la Reforma Concursal” puede tener consecuencias muy negativas. Así, de un lado, porque respecto de las materias atribuidas a esos Jueces de lo Mercantil se pueden reabrir las delicadísimas cuestiones que, cuando existía la jurisdicción especial mercantil, planteaba el concepto de “acto de comercio” (y que explican —al menos, en parte— el Decreto de Unificación de Fueros de 6 de diciembre de 1868); y, de otro, puede tener incidencia, restringiendo el alcance natural, en la interpretación del concepto de “legislación mercantil” que utiliza la Constitución de 1978 para atribuir al Estado la competencia exclusiva sobre este sector del Ordenamiento jurídico. No faltará quien defienda, con daño de la necesaria unidad de mercado, que la legislación mercantil está constituida únicamente por aquellas materias atribuidas al conocimiento de los Jueces de lo Mercantil. Si se decide mantener un orden jurisdiccional propio es necesario aumentar el catálogo de cuestiones de competencia de los Jueces de lo Mercantil (compraventas y permutas mercantiles, contratos de distribución comercial, etc.); y es necesario también revisar la “racionalidad” de los criterios seguidos por este Anteproyecto de Ley Orgánica».

Ahora bien, en el ámbito propio de la materia objeto del presente trabajo —al igual que en otras materias sujetas a legislación específica, como las entidades de crédito y las aseguradoras—, la nueva regulación resulta muy somera, procediendo en lo sustancial a la remisión, mediante la técnica del reenvío, a la normativa específica del Mercado de Valores, la cual respeta expresamente, y reservándose la condición de Derecho supletorio únicamente en defecto de normas especiales y en la medida en que fueren compatibles con la naturaleza de dicho sistema —Exposición de Motivos, XII, párrafo tercero, LC—.

Ello no obstante, en puridad técnica, la nueva regulación no contempla ni alude en su Exposición de Motivos al Mercado de Valores, sino únicamente a «las operaciones relativas a los sistemas de pagos y de compensación de valores o instrumentos financieros». Más aún, dicha previsión tampoco responde, a tenor de la propia norma, a una consideración o criterio de política legislativa o *motu proprio* del legislador, sino a que, en gran parte, se halla impuesta por el Derecho de la Unión Europea. Sin embargo, en la Disposición Adicional segunda de la LC se procede a una determinación más precisa, por cuanto que, *inter alia*, se recogen expresamente las Empresas de Servicios de Inversión, así como las Entidades miembros de Mercados Oficiales de Valores y entidades participantes en los Sistemas de Compensación y Liquidación de Valores.

Pues bien, en función de lo manifestado, el presente trabajo versará sobre el régimen especial o las especificidades que jalonan el régimen concursal en el ámbito del Derecho del Mercado de Valores. Asimismo, se procederá a analizar determinadas figuras jurídicas y prácticas derivadas del citado Mercado, cuya atipicidad o carencia de regulación suscitan problemas de definición, interpretación y aplicación, atendiendo especialmente a los efectos que generan y a su incidencia entre los diferentes operadores y partícipes. Sin embargo, con todo, este trabajo no se halla imbuido del ánimo ni de la pretensión o finalidad de constituir una obra acabada de la materia a examinar, sino, más bien, un análisis de exposición y tratamiento de cuestiones específicas, respecto de las cuales tan sólo se muestran y desarrollan vías y mecanismos de estudio, concluyendo con propuestas de solución que, a su vez, generen estudios jurídicos posteriores. En suma, el trabajo que se presenta únicamente pretende ser un hito en el devenir de una materia muy específica, pre-

Finalmente, cabría realizar una nueva crítica al escaso rigor y deficiencia de técnica jurídica que presenta el citado artículo 86 ter LOPJ. Así, en tanto que en su apartado 2.a) contempla como competencia de los Juzgados de lo Mercantil las demandas en las que se ejerciten acciones relativas a la competencia desleal, en su apartado 2.f), en cambio, atribuye a los mencionados Juzgados cuantas cuestiones se plantearan con respecto de los procedimientos de aplicación de los artículos 81 y 82 del Tratado de la Comunidad Europea y de su Derecho derivado. Como resulta notorio, la nueva regulación excluye del ámbito de jurisdicción de los Juzgados de lo Mercantil la materia del Derecho de la Competencia nacional —por cuanto que solamente contempla la competencia desleal— y, sin embargo, incluye en la citada jurisdicción el Derecho Comunitario de la Competencia, tanto en su modalidad de “Derecho originario” como de “Derecho derivado”.

Vid., a este respecto, M. M.^a RODRÍGUEZ SAN VICENTE, «Los Juzgados de lo Mercantil», en R. GARCÍA VILLAVERDE, A. ALONSO UREBA y J. PULGAR EZQUERRA (dirs.), *Derecho concursal. Estudio sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003 para la reforma concursal*, Madrid, 2003, pp. 161-172.

conizando reflexiones y avance de soluciones que futuros estudios pudieren consolidar.

II. EL DERECHO CONCURSAL EN EL MERCADO DE VALORES

1. Régimen común y régimen especial

De acuerdo con lo manifestado anteriormente, por lo que respecta al Mercado de Valores, cabe distinguir dos regímenes precisos. Así, de una parte, como régimen especial, en virtud de un reenvío explícito, en los concursos de las Empresas de Servicios de Inversión, de las entidades miembros de Mercados Oficiales de Valores y de las entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores, se aplicarán las especialidades que para las situaciones concursales se hallaren reguladas en su legislación específica. Ahora bien, de otra parte, con carácter de régimen común, en los mencionados supuestos especiales la composición, nombramiento y funcionamiento de la “administración concursal” se regirán, en todo caso, por la normativa concursal general u ordinaria, esto es, por el Título II («De la administración concursal: arts. 26 a 39», ambos inclusive) LC —Disposición Adicional segunda, 1, LC—.

Asimismo, la propia norma concursal establece, a los efectos de la aplicación del *régimen especial*, lo que ha de ser conceptuado como legislación de dicha naturaleza —Disposición Adicional segunda, 2, LC—. En virtud de ello, en el ámbito del Mercado de Valores, reciben la citada consideración la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores —LMV—⁵, la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores —LRLMV—⁶ y Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores —LSPyLV—⁷ [apartados *c*), *f*) e *i*), respectivamente, de la Disposición Adicional segunda, 2, LC].

Ahora bien, la citada catalogación y remisión restringen la determinación del concepto de “legislación especial”, por cuanto que los mencionados reenvíos no son en todos los casos genéricos, sino que se constriñen a determinados ámbitos en diversas de las normas reenviadas. Así, en el caso de la Ley del Mercado de Valores —LMV—, la “legislación especial” se acota al régimen aplicable a los sistemas de compensación y liquidación en ella regulados —y a las entidades participantes en dichos sistemas— y, en particular, a los artículos 58 y 59 de la misma. Por lo que respecta a la Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores —LRLMV—, la mencionada conceptuación se limita a las Disposiciones Adicionales décima y duodécima de dicho texto legal. Finalmente, y como supuesto diferente, el reenvío a la Ley sobre Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores —LSPyLV— reviste carácter genérico.

⁵ *BOE*, núm. 181, de 29 de julio de 1988; CCEE en *BOE*, núm. 122, de 23 de mayo de 1989, y en *BOE*, núm. 185, de 4 de agosto de 1989.

⁶ *BOE*, núm. 275, de 17 de noviembre de 1998.

⁷ *BOE*, núm. 272, de 13 de noviembre de 1999.

Ello no obstante, la nueva regulación —Disposición Final decimoctava de la LC— también procede a reformar en cierta medida la Ley del Mercado de Valores —LMV—, dando nueva redacción a ciertos preceptos, lo cual será objeto de un análisis individualizado de los mismos.

Ahora bien, con posterioridad se ha integrado la normativa concursal mediante la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de Medidas de Reforma Económica —LMRE—⁸. Ésta no contempla ninguna mención específica respecto de la modificación que incorpora, habiendo de ubicar la misma, en su caso, bajo la referencia genérica de medidas de «reforma estructural orientadas al fomento de la inversión en determinadas áreas y a la mejora de la eficiencia productiva» —Exposición de Motivos, II, párrafo decimonoveno, LMRE—. Pues bien, la modificación consiste en incorporar un apartado 3 en la Disposición Adicional segunda LC —Disposición Adicional tercera de la LMRE—⁹.

Finalmente, si bien trasciende al ámbito del presente trabajo, tanto por su naturaleza como por su tratamiento jurídico, y, en todo caso, no resulta sometido al Derecho concursal en base al artículo 1.3 LC, consideramos oportuno y prudente —tratándose, asimismo, de un estudio del Derecho del Mercado de Valores— señalar que la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria —LGP—¹⁰, en cuanto al tratamiento de las operaciones financieras y a la Deuda del Estado, desarrolla la normativa relativa a las emisiones de valores. Así, en particular la Sección tercera del Capítulo II del Título IV —arts. 103 a 105, ambos inclusive, LGP—, destinada a desarrollar el Régimen Jurídico de la Deuda del Estado en lo referente a los valores representativos de la Deuda, regula la transmisión de la misma y la prescripción de las obligaciones de la Administración¹¹.

Pues bien, en relación con lo manifestado precedentemente, cabría señalar y censurar, en primer lugar, el escaso rigor técnico que presenta la nueva normativa en base a la descoordinación existente entre, de una parte, la Exposición de Motivos, XII, párrafo tercero, y, de la otra, la Disposición Adicional segunda, 1 y 2, LC, por cuanto que los supuestos reenviados al régimen de la “legislación especial” son diferentes en cada caso. En segundo lugar, no se advierte a comprender la razón, en base a la cual, tras reconocer en la Disposición Adicional segunda, 1, LC,

⁸ BOE, núm. 271, de 12 de noviembre de 2003.

⁹ Disposición Adicional tercera, «Modificación de la Ley Concursal», de la LMRE:

«3. Las normas legales mencionadas en el apartado anterior se aplicarán con el alcance subjetivo y objetivo previsto en las mismas a las operaciones o contratos que en ellas se contemplan y, en particular, las referidas a las operaciones relativas a los sistemas de pagos y de liquidación y compensación de valores, operaciones dobles, operaciones con pacto de recompra o se trate de operaciones financieras relativas a instrumentos derivados».

¹⁰ BOE, núm. 284, de 27 de noviembre de 2003. La citada Ley entrará en vigor el día 1 de enero de 2005. Ello no obstante, el día 1 de enero de 2004 entrará en vigor, entre otros apartados y artículos de la Ley, el Capítulo II del Título IV —Disposición Final quinta de la LGP—.

¹¹ *Vid.*, especialmente, los artículos 23.1 (Prerrogativas), 90 (Tesoro Público), 97.1 (Operaciones relativas a la Deuda), 99 (Emisiones de valores), 102 (Operaciones relativas a la Deuda), 103 (Régimen de los valores representativos de la Deuda del Estado), 104 (Régimen de transmisión de la Deuda), 108 (Cuentas del Tesoro y operaciones para facilitar la gestión de la tesorería), 138.3 (Cuentadantes), 150.2.a) (Modalidades de ejercicio) y 175 (Auditoría de privatizaciones).

el régimen especial que presentan, en particular, las Empresas de Servicios de Inversión y las entidades miembros de Mercados Oficiales de Valores, posteriormente, en la catalogación de la “legislación especial” que lleva a cabo la Disposición Adicional segunda, 2.c), LC se omite toda referencia a la normativa que regula dichos supuestos, recogiendo tan sólo las referencias al régimen aplicable a los sistemas de compensación y liquidación de valores —y a las entidades participantes en dichos sistemas— y los artículos 58 y 59 LMV. Ello merece mayor crítica aún, toda vez que el tenor literal del citado apartado 2 vincula expresamente su contenido con el previsto en el apartado 1 —«se considera legislación especial, a los efectos de la aplicación del apartado 1»—. Finalmente, a nuestro juicio, las discordancias y deficiencias de técnica legislativa puestas de relieve habrían de ser superadas en función de una interpretación hermenéutica de la Disposición Adicional segunda, 2, LC, considerando que la enumeración o determinación que realiza respecto de la “legislación especial” en el ámbito del Mercado de Valores constituye una relación meramente de *numerus apertus*, susceptible, consiguientemente, de ser integrada con otras normas que contemplaren la regulación específica de los supuestos que la Disposición Adicional segunda, 1, LC conceptúa como de régimen especial.

2. Comisión Nacional del Mercado de Valores

La Disposición Final decimoctava, 5, LC da nueva redacción al artículo 76 bis LMV, estableciendo únicamente, como medida integradora de los artículos 3 y 7 LC, la legitimación activa en favor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores —CNMV— para solicitar la declaración de concurso de las Empresas de Servicios de Inversión.

Asimismo, se determinan los requisitos o presupuestos constitutivos que hubieren de concurrir a fin de que nazca la citada legitimación. Ahora bien, tales requisitos no son específicos o propios del Derecho del Mercado de Valores, sino que constituyen los propios de la normativa concursal, por lo que podríamos calificar al precepto como una norma de reenvío de retorno.

En consecuencia, en los supuestos en los que, como resultado del examen y verificación de los estados contables remitidos por las Empresas de Servicios de Inversión o de las comprobaciones llevadas a cabo directamente por los servicios de la propia Comisión Nacional, se verificaren los presupuestos objetivos del artículo 2 LC, la misma estará legitimada para solicitar la declaración de concurso de tales empresas.

Pues bien, a nuestro juicio, el contenido y el tenor del citado precepto merecen un juicio crítico ciertamente desfavorable, ya que no se concibe que una entidad a la que se encomienda la supervisión e inspección de los Mercados de Valores —y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas que se relacionen en el tráfico de los mismos— no se halle *obligada* a solicitar la declaración de concurso, toda vez que, con carácter expreso, se señala que la Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los Mercados de Valores, la correcta

formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores —Exposición de Motivos, 3, y arts. 13, párrafos primero y segundo, LMV y 3 de la Resolución de 10 de julio de 2003, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (RRICNMV)—¹². Más aún, los citados preceptos exigen que, a fin de atender a la consecución de los citados fines, la Comisión Nacional del Mercado de Valores habrá de promover la difusión de cuanta información fuere necesaria para asegurar, precisamente, tales fines. De acuerdo con ello, resulta cuestionable que, en lo que respecta a la incidencia concursal, el régimen de legitimación activa a favor de la Comisión tan sólo presente un carácter dispositivo y no imperativo, en tanto que la atención a los mencionados fines goza de un carácter imperativo. En suma, a nuestro juicio, constituye un defecto de técnica legislativa la redacción que presenta el artículo 76 bis LMV, toda vez que conduce a una interpretación según la cual el estado de concurso de las Empresas de Servicios de Inversión no se ubicaría en los fines exigidos de tutela, citados previamente.

A este respecto, consideramos que hubiera sido más acertado técnicamente dotar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de una regulación imperativa y materialmente más amplia, similar a la contemplada en Italia en favor de la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* —CONSOB— por el Decreto Legislativo núm. 58, de 24 de febrero de 1998, que aprueba el Texto Único de las disposiciones en materia de intermediación financiera, de acuerdo con los artículos 8 y 21 de la Ley núm. 52, de 6 de febrero de 1996¹³.

¹² BOE, núm. 171, de 18 de julio de 2003.

¹³ Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58: “Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della Legge 6 Febbraio 1996, n. 52” (Aggiornato con le modifiche introdotte dal d.lgs. 1.8.2003, n. 274):

«Articolo 72 (*Disciplina delle insolvenze di mercato*)

1. L'insolvenza di mercato dei soggetti ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati e dei partecipanti ai servizi indicati nell'articolo 69 e ai sistemi previsti dall'articolo 70 è dichiarata dalla Consob. La dichiarazione di insolvenza di mercato determina l'immediata liquidazione dei contratti dell'insolvente.

2. La Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, stabilisce con regolamento i casi di inadempimento e le altre ipotesi in cui sussiste l'insolvenza di mercato nonché le relative modalità di accertamento e di liquidazione.

3. La liquidazione delle insolvenze di mercato è effettuata da uno o più commissari nominati dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia. L'indennità spettante ai commissari è determinata dalla Consob ed è posta a carico delle società di gestione dei mercati nei quali l'insolvente ha operato, in base ai criteri dalla stessa stabiliti d'intesa con la Banca d'Italia.

4. I commissari hanno il potere di compiere tutti gli atti necessari alla liquidazione dell'insolvenza, compreso quello di richiedere informazioni ai soggetti operanti sui mercati e ai gestori dei servizi di mercato.

5. Alla chiusura della procedura di liquidazione dell'insolvenza, i commissari rilasciano agli aventi diritto, per i crediti residui, un certificato di credito, comprensivo delle spese sostenute dal creditore stesso, che costituisce titolo esecutivo nei confronti dell'insolvente per gli effetti dell'articolo 474 del codice di procedura civile.

6. Alla liquidazione delle insolvenze di mercato si applicano, ove ne ricorrano i presupposti, le disposizioni del decreto legislativo di attuazione della direttiva 98/26/CE del Parlamento europeo e del

3. Entidades participantes en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas y entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones

La modificación normativa comprende el régimen de afección que presentan la Sociedad de Sistemas y el Banco de España en los supuestos, de una parte, de declaración concursal de una entidad participante en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas y, de otra parte, de la declaración concursal de una entidad gestora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

Así, en primer lugar, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores —Sociedad de Sistemas— recibe una nueva redacción en el artículo 44 bis.8 y 9 LMV¹⁴.

De acuerdo con el apartado 8, en el caso de que se declare el concurso de una entidad participante, se contempla en favor de la Sociedad de Sistemas un derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en que se materializaren las garantías constituidas por las entidades participantes en los sistemas gestionados por dicha Sociedad. Asimismo, el remanente que quedare después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa activa del concurso del participante en cuestión. A este respecto, cabría señalar que el nuevo apartado constituye un régimen específico del artículo 80 LC.

Por su parte, en virtud del apartado 9, una vez que se hubiere declarado el concurso de una entidad participante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores —sin perjuicio de las competencias del Banco de España— podrá disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traslado de sus registros contables de valores a otra entidad habilitada para desarrollar la citada actividad. Ahora bien, también se otorga la facultad de solicitar el mencionado traslado a los titulares de tales valores. En este orden de cosas, si ninguna entidad estuviere en condiciones de hacerse cargo de los citados registros, tal actividad la asumirá, de un modo provisional, la propia Sociedad de Sistemas, hasta que los titulares solicitaren el traslado del registro de sus valores. A este respecto, se establece un deber de colaboración del Juez del concurso y de la administración concursal, por cuanto que habrán de facilitar el acceso de la entidad a la que fueren a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos precisos para hacer efectivo el traslado en cuestión. Asimismo, la existencia del procedimiento concursal no impedirá que se haga llegar a los titulares de los valores el efectivo procedente del ejercicio de sus derechos económicos o de su venta.

Consiglio del 19 maggio 1998 relativa al carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli».

¹⁴ A este respecto, se ha de tener presente el aún vigente artículo 54 LMV, especialmente sus dos últimos párrafos, que contemplan un régimen análogo al que exhiben los nuevos apartados 8 y 9 resultantes de la reforma. En todo caso, el citado precepto quedará derogado —Disposición Derogatoria única, b), de la LMRSF— en el momento en que se produjere la efectiva asunción de funciones que el artículo 44 bis LMV confiere a la Sociedad de Sistemas —Disposición Transitoria segunda de la LMRSF—.

En segundo lugar, por lo que respecta a la declaración de concurso de una entidad gestora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, la incorporación de un nuevo apartado 6 al artículo 58 LMV presenta, sustancialmente, el mismo tenor que el del artículo 44 bis.9 LMV, atribuyendo al Banco de España las mismas facultades y régimen de actuación que los que este último precepto establece para la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

4. Empresas de Servicios de Inversión y Sociedades de Inversión

La constitución de una Empresa de Servicios de Inversión exige la autorización del Ministro de Economía y Hacienda —art. 67.1 LMV—. Ahora bien, a fin de obtener la citada autorización se exige la concurrencia de determinados requisitos, incumbiendo directamente uno de ellos a los miembros de su Consejo de Administración, así como a sus Directores generales o asimilados —art. 67.2.g) LMV—.

Pues bien, precisamente dicho apartado es el que experimenta una nueva redacción. En tal sentido, se exige que ninguno de los miembros del Consejo de Administración de la Empresa de Servicios de Inversión a constituir, así como tampoco ninguno de sus Directores generales o asimilados, se hallare inhabilitado, en España o en el extranjero, como consecuencia de un procedimiento concursal; se encontrare procesado o, tratándose del procedimiento del Título III («Del procedimiento para el enjuiciamiento rápido de determinados delitos») del Libro IV («De los procedimientos especiales») de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, se hubiere dictado auto de apertura de juicio oral; tuviere 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 o contra la propiedad; o estuviere inhabilitado o suspendido, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras.

Asimismo, en relación con las Empresas de Servicios de Inversión, se procede a modificar el tenor del artículo 73.h) LMV. En virtud del mismo, la autorización concedida a una Empresa de Servicios de Inversión, o a una de las entidades reguladas en el artículo 65.2 LMV, o a una sucursal de una entidad con sede en Estados no comunitarios, podrá revocarse en el supuesto de que tal empresa, persona o entidad fueren declaradas judicialmente en concurso.

Por lo que respecta a las Sociedades de Inversión, la reciente Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva —LIIC—¹⁵, contempla un régimen similar al descrito. En base al mismo, la constitución de las Sociedades y Fondos de Inversión exige la correspondiente autorización por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores —art. 10.1 LIIC—. Igualmente, a tal efecto y para el acceso y ejercicio de la actividad, se exige la concurrencia de un elenco

¹⁵ BOE, núm. 265, de 5 de noviembre de 2003.

La citada Ley entrará en vigor, de acuerdo con su Disposición Final sexta, 1, de la LIIC, el día 5 de febrero de 2004.

de requisitos —art. 11 LIIC—. En este ámbito es donde, con respecto a las Sociedades de Inversión, se requiere que «quienes ostenten cargos de administración o dirección en la entidad tengan una reconocida honorabilidad empresarial o profesional» —art. 11.2.c), párrafo primero, LIIC—. Asimismo, se determinan los supuestos en los se entiende que no concurre la citada honorabilidad empresarial o profesional —art. 11.2.c), párrafo segundo, LIIC—. Pues bien, en una redacción de deficiente técnica legislativa, no se incorpora —a diferencia del art. 67.2.g) LMV—, el régimen resultante de la reforma concursal, sino que se siguen empleando los conceptos de “quiebra” y “concurso de acreedores” y “rehabilitación”¹⁶. Ello merece un juicio crítico negativo, habiendo de mostrarse y manifestarse una censura enérgica con respecto del legislador por la incoherencia exhibida en la reforma llevada a cabo.

5. Sistemas de pagos y de compensación de valores

a) *Determinación normativa*

La regulación de la presente materia halla su fuente primera en la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la Firmeza de la Liquidación en los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores —DFLSPyLV—¹⁷. El propósito finalista de esta Directiva, de acuerdo con la Exposición de Motivos del Consejo, consiste en reducir el riesgo sistemático en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y en minimizar la perturbación de los sistemas provocada por los procedimientos de insolvencia contra un participante en los mismos. A tal efecto, se contemplan diversas medidas; así, de una parte, se estipula que, en caso de incoación de un procedimiento de insolvencia contra uno de los participantes en el sistema, las órdenes de pago y la compensación serán legalmente exigibles y vinculantes para terceros; de otra parte, se establece que

¹⁶ Artículo 11, «Requisitos de acceso y ejercicio de la actividad», LIIC:

«2. Tratándose de sociedades de inversión será necesario cumplir, además, los siguientes requisitos: (...)

c) Que quienes ostenten cargos de administración o dirección en la entidad tengan una reconocida honorabilidad empresarial o profesional.

Se entenderá que no concurre honorabilidad empresarial o profesional en quienes hayan sido, en España o en el extranjero, declarados en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitados; quienes se encuentren procesados o, tratándose de los procedimientos a los que se refieren los Títulos II y III del Libro IV de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, si se hubiera dictado auto de apertura del juicio oral; quienes tengan antecedentes penales por delitos de falsedad, contra la Hacienda Pública, insolvencia punible, 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 quienes estén inhabilitados o suspendidos, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras.

En el caso de los apoderados que no restrinjan el ámbito de su representación a áreas o materias específicas o ajenas a la actividad que constituye el objeto de la sociedad, el consejo de administración comprobará con anterioridad al otorgamiento del poder la concurrencia del requisito de la honorabilidad empresarial y profesional, y revocará los poderes otorgados cuando desaparezca este requisito».

¹⁷ *Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DOCE)*, núm. L-166, de 11 de junio de 1998.

la garantía constituida en relación con la participación en un sistema no se verá afectada por los procedimientos de insolvencia contra el participante que la haya constituido¹⁸.

A este respecto, merece especial mención el contenido de la regulación prevista en los artículos 2.i) y 9.2 DFLSPyLV¹⁹, que contemplan, de una parte, las transacciones o garantías de valores y, de otra parte, los derechos sobre valores, recogiendo conceptos análogos a los de “*security entitlement*” y “*security interest*” de los parágrafos 8.102(17) y 1.201(37) del *Uniform Commercial Code* —UCC—²⁰.

¹⁸ Posición Común (CE) núm. 43/97, aprobada por el Consejo el 13 de octubre de 1997 (*DOCE*, núm. C-375, de 10 de diciembre de 1997).

¹⁹ Artículo 2 DFLSPyLV:

«A efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

i) “orden de transferencia”:

— toda instrucción de un participante para poner una cantidad de dinero a disposición de un destinatario final, cursada mediante un asiento en las cuentas de una entidad de crédito, un banco central o un agente de liquidación, o toda instrucción cuyo resultado sea la asunción o cancelación de una obligación de pago tal como se define en las normas del sistema; o

— una instrucción de un participante para que se transfiera el título o derecho correspondiente a uno o varios valores mediante una anotación en un registro o de otra forma».

Por lo que respecta al artículo 9.2 DFLSPyLV, su tratamiento se realizará en el análisis correspondiente a la regulación jurídica del *nominee*. *Vid. infra* pp. 5632 ss.

²⁰ § 8-102(17) UCC:

«Definitions.

(17) “Security entitlement” means the rights and property interest of an entitlement holder with respect to a financial asset specified in Part 5».

§ 1-201(37) UCC:

«General definitions.

(37) “Security interest” means an interest in personal property or fixtures which secures payment or performance of an obligation. The term also includes any interest of a consignor and a buyer of accounts, chattel paper, a payment intangible, or a promissory note in a transaction that is subject to Article 9. The special property interest of a buyer of goods on identification of those goods to a contract for sale under Section 2-401 is not a “security interest”, but a buyer may also acquire a “security interest” by complying with Article 9. Except as otherwise provided in Section 2-505, the right of a seller or lessor of goods under Article 2 or 2A to retain or acquire possession of the goods is not a “security interest”, but a seller or lessor may also acquire a “security interest” by complying with Article 9. The retention or reservation of title by a seller of goods notwithstanding shipment or delivery to the buyer (Section 2-401) is limited in effect to a reservation of a “security interest.”

Whether a transaction creates a lease or security interest is determined by the facts of each case; however, a transaction creates a security interest if the consideration the lessee is to pay the lessor for the right to possession and use of the goods is an obligation for the term of the lease not subject to termination by the lessee, and

(a) the original term of the lease is equal to or greater than the *remaining economic life of the goods*,

(b) the lessee is bound to renew the lease for the *remaining economic life of the goods* or is bound to become the owner of the goods,

(c) the lessee has an option to renew the lease for the *remaining economic life of the goods* for no additional consideration or nominal additional consideration upon compliance with the lease agreement, or

(d) the lessee has an option to become the owner of the goods for no additional consideration or nominal additional consideration upon compliance with the lease agreement.

A transaction does not create a *security interest* merely because it provides that

De otra parte, con respecto de la regulación nacional, la normativa se halla constituida por la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores —LSPyLV—²¹.

b) *Delimitación conceptual y régimen procedimental*

A este respecto, cabe señalar, como primera circunstancia, que el tenor o dicción de los artículos 12 y 16.1.a) LSPyLV —quiebra y suspensión de pagos— ha de acomodarse a la nueva normativa concursal, habiendo de referirse a ésta y, por consiguiente, ser interpretada acorde con la misma, el concepto de “procedimiento de insolvencia”. Ahora bien, se ha de poner de manifiesto que la normativa del Mercado de Valores trasciende la común o general de la nueva normativa concursal. En efecto, en tanto que ésta determina un régimen de insolvencia y, derivado de ella, concursal, únicamente de carácter judicial —arts. 2, 20 y 21 LC—, la regulación del Mercado de Valores amplía el concepto de “procedimiento de insolvencia”. Así, como tal, se considerará el procedimiento concursal —arts. 12, inciso primero, y 16.1.a) LSPyLV—, mas también la adopción, por parte de una autoridad judicial o administrativa, de una medida de carácter universal, prevista por la legislación española o de otro Estado, para la liquidación de una entidad o para su reorganización, que pretendiere tener por efecto la suspensión de las órdenes de transferencia, o de los pagos que pudiese o debiere realizar el participante, o la

(a) the *present value* of the consideration the lessee is obligated to pay the lessor for the right to possession and use of the goods is substantially equal to or is greater than the fair market value of the goods at the time the lease is entered into,

(b) the lessee assumes risk of loss of the goods, or agrees to pay taxes, insurance, filing, recording, or registration fees, or service or maintenance costs with respect to the goods,

(c) the lessee has an option to renew the lease or to become the owner of the goods,

(d) the lessee has an option to renew the lease for a fixed rent that is equal to or greater than the *reasonably predictable* fair market rent for the use of the goods for the term of the renewal at the time the option is to be performed, or

(e) the lessee has an option to become the owner of the goods for a fixed price that is equal to or greater than the *reasonably predictable* fair market value of the goods at the time the option is to be performed.

For purposes of this subsection (37):

(x) Additional consideration is not nominal if (i) when the option to renew the lease is granted to the lessee the rent is stated to be the fair market rent for the use of the goods for the term of the renewal determined at the time the option is to be performed, or (ii) when the option to become the owner of the goods is granted to the lessee the price is stated to be the fair market value of the goods determined at the time the option is to be performed. Additional consideration is nominal if it is less than the lessee's *reasonably predictable* cost of performing under the lease agreement if the option is not exercised;

(y) “Reasonably predictable” and “remaining economic life of the goods” are to be determined with reference to the facts and circumstances at the time the transaction is entered into; and

(z) “Present Value” means the amount as of a date certain of one or more sums payable in the future, discounted to the date certain. The discount is determined by the interest rate specified by the parties if the rate is not manifestly unreasonable at the time the transaction is entered into; otherwise, the discount is determined by a commercially reasonable rate that takes into account the facts and circumstances of each case at the time the transaction was entered into».

²¹ BOE, núm. 272, de 13 de noviembre de 1999.

imposición de limitaciones sobre los mismos —arts. 12, inciso segundo, y 16.1.b) LSPyLV—. Pues bien, en la acepción adicional del Derecho del Mercado de Valores cabría ubicar, especialmente, el supuesto del artículo 5 —y, más específicamente, su apartado 1.b)— del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre Sistemas de Indemnización de los Inversores —RDSII—²².

En lo referente al tratamiento procedimental, el Juzgado que recibiere la solicitud de incoar un procedimiento de insolvencia de una entidad de crédito o de una Empresa de Servicios de Inversión habrá de comunicarla inmediatamente y, como máximo, dentro del día hábil siguiente al de la presentación de la solicitud, al Banco de España y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, solicitando en el mismo escrito la relación de los sistemas a los que perteneciere la entidad afectada y la denominación y domicilio de su gestor. Tales organismos habrán de remitir la información solicitada dentro del día hábil siguiente, señalando al Juzgado, además, los datos necesarios para asegurar que las sucesivas comunicaciones a remitir por dicho Juzgado llegaren al conocimiento del respectivo supervisor y de los respectivos gestores a la mayor urgencia —art. 16.2 LSPyLV—. Asimismo, todo Juzgado o Tribunal que incoare un procedimiento de insolvencia de una entidad de crédito o de una Empresa de Servicios de Inversión participantes en un sistema

²² BOE, núm. 186, de 4 de agosto de 2001.

Artículo 5, «Declaración de incumplimiento y derechos de los inversores», RDSII:

«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».

habrá de notificar —simultáneamente a la adopción de su decisión— su contenido literal al supervisor y al gestor de los sistemas a los que pertenezca la entidad afectada. El gestor, a su vez, informará, de un modo inmediato, sobre dicha situación a los participantes del sistema —art. 16.3, párrafo primero, LSPyLV—. La comunicación en cuestión se remitirá por el Banco de España o por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, según procediere, con carácter inmediato *ad extra* a los demás Estados miembros. Ahora bien, con carácter *ad intra*, los citados organismos habrán de poner en conocimiento de los gestores de los respectivos sistemas españoles, las comunicaciones de análoga naturaleza que recibieren de otro Estado miembro de la Unión Europea o de un tercer Estado —art. 16.3, párrafos segundo y tercero, LSPyLV—. En todo caso, los órganos supervisores de sistemas de compensación y liquidación de valores de ámbito autonómico realizarán o recibirán las mencionadas comunicaciones a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores —art. 16.3, párrafo cuarto, LSPyLV—.

Finalmente, sobre la determinación del momento de la comunicación al sistema correspondiente de los procedimientos de insolvencia que se hubieren incoado en relación con un participante, se considera que dicho momento será cuando el gestor del sistema recibiere las citadas comunicaciones o, en el caso de que se tratase de un participante sujeto al Derecho de un Estado no miembro de la Unión Europea, cuando el gestor del sistema conociere de su existencia por comunicación del propio participante afectado, o por cualquier otro medio que asegure su efectiva existencia y alcance —art. 16.4 LSPyLV—.

c) *Régimen de tutela*

En lo referente a los efectos que la incoación de un procedimiento de insolvencia de un participante en el sistema tuviere sobre las obligaciones del participante en cuestión, se aplicará el artículo 13 LSPyLV, el cual contempla determinados supuestos en los que no se verificará ningún efecto sobre tales obligaciones. El primero de los citados supuestos comprende las obligaciones del participante que derivaren de las órdenes de transferencia recibidas y aceptadas por el sistema con anterioridad al momento en el que la citada incoación hubiere sido comunicada al sistema o que, excepcionalmente, hubieren sido cursadas después de la incoación del procedimiento de insolvencia y se compensaren o liquidaren en el mismo día, siempre que los gestores del sistema pudieren probar que no tuvieron conocimiento, ni debieron haberlo tenido, de la incoación de dicho procedimiento —apartado a)—. El segundo supuesto versa sobre las obligaciones del participante que resultaren de la compensación que, en su caso, se llevare a cabo entre dichas órdenes el mismo día en que hubiere sido recibida la comunicación —apartado b)—. Por último, se hallarían las obligaciones del participante que tuvieran por objeto liquidar en dicho día cualesquiera otros compromisos previstos por el sistema para asegurar el buen fin de las órdenes de transferencia aceptadas o la compensación realizada —apartado c)—.

Asimismo, cabe destacar el derecho absoluto de separación que, respecto de las garantías constituidas por el propio participante o por un tercero en su favor, ostentan, en el citado caso de incoación de un procedimiento de insolvencia de tal participante, su ente gestor o su agente de liquidación y, en su caso, los restantes participantes en el mismo. El citado derecho asistirá también, en su caso, al Banco de España, al Banco Central Europeo, a cualquier otro Banco Central de un Estado miembro de la Unión Europea y a los entes gestores o agentes de liquidación de los sistemas existentes en la Unión Europea —art. 14.1, 2 y 3 LSPyLV—.

Igualmente, en el marco de tutela de la masa activa mediante el ejercicio de las acciones de reintegración, se establece que en ningún caso podrán ser objeto de rescisión los actos comprendidos en el ámbito de las leyes especiales reguladoras de los sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados —art. 71.5 *in fine* LC—. Tal régimen de tutela hallaría su refrendo en el art. 14.4 LSPyLV, que decreta que ni la constitución o aceptación de garantías, ni el saldo de las cuentas o registros en que se materializaren, serán impugnados en el caso de medidas de carácter retroactivo vinculadas a los procedimientos de insolvencia. Del mismo modo, el efectivo y los valores en que se materializaren las garantías podrán aplicarse a la liquidación de las obligaciones garantizadas, incluso en caso de incoación de un procedimiento de insolvencia, pudiendo seguir los entes gestores o agentes de liquidación del sistema y los Bancos Centrales, en el caso de valores, los procedimientos de enajenación correspondientes —art. 14.5, párrafo primero, LSPyLV—²³.

d) Régimen de enajenación y de liquidación

A este respecto, de acuerdo con los artículos 149.1.3.^a, párrafo primero, y 155.4 LC, para la enajenación de los valores será suficiente la entrega al organismo rector del correspondiente Mercado Secundario del documento público o privado de constitución de la garantía, junto con la certificación expedida por el Banco Central, o por el ente gestor o el agente de liquidación del sistema, acreditativa de la cuantía de los importes vencidos, líquidos y exigibles que se ejecutan, acompañados de los propios valores, o del certificado acreditativo de su inscripción en el registro que procediere —art. 14.5, párrafo segundo, LSPyLV—.

En lo que respecta al remanente que pudiere resultar en caso de liquidación —arts. 59.2 *in fine*; 76.3 *in fine*; 155.3, primer párrafo, y 230 LC—, dicho sobrante se incorporará a la masa patrimonial del participante sujeto al procedimiento de insolvencia —art. 14.6 LSPyLV—.

²³ El citado régimen de tutela hallaría su habilitación, delimitación y fijación, tanto conceptual como de contenido, en los artículos 3 a 9, ambos inclusive, DFLSPyLV.

6. Operaciones financieras en el marco de un acuerdo de compensación contractual

La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero —LMRSF—²⁴, en su artículo 16.1.º («Flexibilización del régimen de garantías») modifica la Disposición Adicional décima de la LRLMV. La presente Disposición Adicional contempla las operaciones financieras que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual o en relación con el mismo. A tales efectos, se delimita el concepto de operación financiera²⁵ y, asimismo, se establece la necesidad de que, en el citado marco del acuerdo de compensación contractual o en relación con el mismo, concurren determinados requisitos²⁶.

Pues bien, la declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente de las citadas operaciones financieras no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por un estado o solicitud de quiebra, suspensión de pagos, liquidación, administración, intervención o concurso de acreedores que afectare a cualquiera de las partes de dicho acuerdo, sus filiales o sucursales —Disposición Adicional décima, 3, párrafo primero, LRLMV—. La naturaleza y tenor de la presente tutela podrían cohonestarse con el régimen del artículo 71 LC, particularmente con su apartado 5. Asimismo, en los supuestos en que una de las partes del acuerdo de compensación contractual se hallare en una

²⁴ BOE, núm. 281, de 23 de noviembre de 2002.

²⁵ Disposición Adicional décima de la LRLMV:

«2. Se considerarán a efectos de esta disposición operaciones financieras las siguientes:

a) Las realizadas sobre los instrumentos financieros previstos en el párrafo 2.o) del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incluidos los derivados de crédito.

b) Las operaciones dobles o con pacto de recompra definidas en la Disposición Adicional duodécima de esta Ley, cualesquiera que sean los activos sobre los que recaen, y, en general, las cesiones temporales de activos.

c) Los préstamos de valores.

d) Las garantías y las cesiones en garantía u otras operaciones con finalidad directa o indirecta de garantía vinculadas al propio acuerdo de compensación contractual que tenga por objeto deuda pública, otros valores negociables o efectivo. La ejecución de las operaciones señaladas en este párrafo, en su caso, se llevará a cabo en la forma prevista en el acuerdo de compensación contractual o en los acuerdos que guarden relación con el mismo.

Las operaciones financieras a que se refiere este apartado serán válidas y eficaces frente a terceros, cualquiera que sea la Ley que la rija, sin más requisitos que su formalización documental privada y la entrega, transmisión o anotación registral de los valores, según proceda, y el depósito o transferencia del efectivo, siendo de aplicación lo dispuesto en la Disposición Adicional sexta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores».

²⁶ Disposición Adicional décima, 1, de la LRLMV:

a) Que al menos una de las partes del acuerdo sea una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, o una entidad no residente autorizada para llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades o empresas.

b) Que el acuerdo prevea la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones financieras citadas incluidas en el mismo y en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones. El saldo neto deberá ser calculado conforme a lo establecido en el acuerdo de compensación contractual o en los acuerdos que guarden relación con el mismo».

de las situaciones concursales previstas en el párrafo anterior, se incluirá como crédito o deuda de la parte incurso en dichas situaciones exclusivamente el importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en el mismo o en los acuerdos que guardaren relación con él —Disposición Adicional décima, 3, párrafo segundo, LRLMV—.

Finalmente, de conformidad con lo preceptuado en el artículo 71.4 LC, se establece que las operaciones financieras o el acuerdo de compensación contractual que las regular, sólo podrán ser impugnados al amparo del párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los Síndicos de la quiebra, en la que se demuestre fraude en dicha contratación —Disposición Adicional décima, 4, LRLMV—. A este respecto, cabría señalar que, a tenor de la nueva normativa concursal, la legitimación activa correspondería a la administración concursal —art. 72.1 LC—.

7. Operaciones dobles y operaciones con pacto de recompra

Las operaciones dobles y las operaciones con pacto de recompra se incorporan como operaciones de un Mercado Secundario, de acuerdo con lo establecido por el artículo 36 LMV, mediante la Disposición Adicional duodécima LRLMV²⁷. Estas operaciones constituyen operaciones financieras en función de la Disposición Adicional décima, 2.b), LRLMV y, por consiguiente, les resulta aplicable el régimen que contempla dicha Disposición Adicional segunda.

Ahora bien, las citadas operaciones presentan, asimismo, determinadas especificidades. Así, de una parte, en el supuesto de que el primer vendedor no satisficiera el precio de la segunda compraventa, o incumpliere el pacto de recompra, el primer comprador adquirirá irrevocablemente el dominio de los valores vendidos —Disposición Adicional duodécima, 3, párrafo primero, LRLMV—. De otra parte, en el ámbito de la normativa concursal se contempla una previsión que constituye un supuesto especial que, al amparo del artículo 63 LC —en particular, su apartado 2—, establece un régimen diferente al contemplado, principalmente, en el Capítulo III («De los efectos sobre los contratos») del Título III («De los efectos de la declaración de concurso») LC. Más aún, el grado de excepcionalidad del supuesto resulta tanto más elevado, cuanto que entraña, a su vez, una eliminación de la aplicación del régimen de exclusión del artículo 71.5 LC. La previsión en

²⁷ Disposición Adicional duodécima, 1, de la LRLMV:

«Por operaciones dobles (también denominadas simultáneas), aquellas en las que se contratan, al mismo tiempo, dos compraventas de valores de sentido contrario, realizadas ambas con valores de idénticas características y por el mismo importe nominal, pero con distinta fecha de ejecución, pudiendo ser ambas compraventas al contado con diferentes fechas de liquidación, a plazo, o la primera al contado y la segunda a plazo.

Por operaciones con pacto de recompra, aquellas en las que el titular de los valores los vende hasta la fecha de la amortización, conviniendo simultáneamente la recompra de valores de idénticas características y por igual valor nominal, en una fecha determinada e intermedia entre la de venta y la de amortización más próxima, aunque ésta sea parcial o voluntaria».

cuestión —Disposición Adicional duodécima, 3, párrafo primero, LRLMV— contempla que, tanto la declaración de quiebra del primer vendedor como la admisión a trámite de su solicitud de suspensión de pagos, entrañarán la resolución de pleno derecho de la segunda compraventa, o del pacto de recompra, produciéndose el mismo efecto que el establecido en la Disposición Adicional duodécima, 3, párrafo primero, LRLMV.

Finalmente, se establece que lo dispuesto en los apartados 3 y 4 de la Disposición Adicional décima de la LRLMV será de aplicación a las operaciones dobles y a las operaciones con pacto de recompra que se realicen sobre otros activos financieros en garantía de las obligaciones generales contraídas frente al Banco de España en ejercicio de sus operaciones de Política Monetaria —Disposición Adicional duodécima, 4, LRLMV—²⁸.

8. Régimen especial *secundario*

A modo de cuestión previa, se ha de señalar que la mención de “secundario” obedece a una opción adoptada por el autor, a fin de distinguir determinadas especificidades que la normativa concursal presenta con respecto del Mercado de Valores, pero que, en cambio, no gozan de una naturaleza o entidad propias, sino que constituyen, más bien, matices o peculiaridades de la normativa concursal en relación con el Mercado de Valores. Como argumento ratificador de ello, cabría añadir, asimismo, que, *sede materiae*, se hallan reguladas por la propia Ley Concursal y no, a diferencia del régimen específico analizado precedentemente, por la normativa sustantiva especial del Mercado de Valores.

a) *Solicitud de declaración de concurso por el deudor*

El artículo 6.2.2.º, párrafo tercero, *in fine* LC señala que en el caso de que el deudor fuere persona jurídica, en la Memoria que ha de acompañar a la solicitud de declaración de concurso, habrá de indicar si tiene admitidos valores a cotización en Mercado Secundario Oficial.

b) *Provisión sobre la solicitud por el Juez*

De acuerdo con el artículo 13.1, párrafo segundo, LC, si la solicitud de concurso se refiriere a una Empresa de Servicios de Inversión, el Juez, al tiempo de proveer sobre ella, la comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y solicitará la relación de los sistemas de pagos y de liquidación de valores o instrumentos financieros derivados a los que perteneciere la entidad afectada y la denominación

²⁸ El contenido del presente apartado 4 obedece a la redacción dada al mismo por el artículo 16.segundo («Flexibilización del régimen de garantías») LMRSF.

y domicilio de su gestor, en los términos previstos en la legislación aplicable. Asimismo, el Juez también comunicará la citada solicitud a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si la misma se refiriere a una Sociedad que tuviere emitidos valores o instrumentos financieros negociados en un Mercado Secundario Oficial —art. 13.1, párrafo tercero, *in fine* LC—.

c) *Notificación del auto de declaración de concurso*

En el supuesto de que el concursado fuere una Empresa de Servicios de Inversión participante en un sistema de pagos y liquidación de valores o instrumentos financieros derivados, el auto judicial se notificará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al gestor de los sistemas al que perteneciere la entidad afectada, en los términos previstos en la legislación aplicable —art. 21.5, párrafo segundo, LC—. Del mismo modo, se notificará el auto a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando el concursado fuere una Sociedad que hubiere emitido valores admitidos a cotización en un Mercado Oficial —art. 21.5, párrafo tercero, LC—.

d) *Nombramiento de administradores concursales*

En lo que respecta a las condiciones subjetivas para el nombramiento de administradores concursales, como régimen de excepción al supuesto general, se contempla que, en el caso de concurso de una Entidad Emisora de Valores o instrumentos derivados que se negociaren en un Mercado Secundario Oficial, de una entidad encargada de regir la negociación, compensación o liquidación de esos valores o instrumentos, o de una Empresa de Servicios de Inversión, en lugar del economista, auditor o titulado mercantil, será nombrado administrador concursal personal técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores u otra persona propuesta por ésta de similar cualificación, a cuyo efecto la Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará al Juez la identidad de aquélla. Asimismo, el abogado y el miembro de la administración concursal representante del acreedor serán nombrados por el Juez a propuesta del Fondo de Garantía al que estuviere adherida la entidad o quien hubiere asumido la cobertura propia del sistema de indemnización de inversores —art. 27.2.1.º LC—.

De otra parte, por lo que respecta al régimen de incapacidades, incompatibilidades y prohibiciones, el artículo 28.5 LC manifiesta que se aplicarán a los representantes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de los Fondos de Garantía de Depósitos las normas contenidas en dicho artículo, con excepción de las prohibiciones por razón de cargo o función pública, de las contenidas en el artículo 28.4, párrafo segundo, LC (personas vinculadas profesionalmente) y de las establecidas en el artículo 93.2.2.º LC. Este último precepto contempla —en cuanto personas especialmente relacionadas con el concursado persona jurídica— a los administradores, de derecho o de hecho, a los liquidadores del concursado persona jurídica y a los apoderados con poderes generales de la empresa, así como a quienes

lo hubieren sido dentro de los dos años anteriores a la declaración de concurso. Asimismo, en la citada categoría de personas especialmente relacionadas con el concursado persona jurídica se hallarían los socios que, conforme a la Ley, fueren personal e ilimitadamente responsables de las deudas sociales y aquellos otros que fueren titulares de, al menos, un 5 por 100 del capital social, si la Sociedad declarada en concurso tuviere valores admitidos a negociación en Mercado Secundario Oficial, o un 10 por 100, en el supuesto de que no los tuviere —art. 93.2.1.º LC—.

En lo atinente a la aceptación del cargo de administrador, de acuerdo con el artículo 29.4 LC, no será necesaria la citada aceptación en el caso de que el nombramiento recayere en personal técnico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o en un Fondo de Garantía de Depósitos.

e) *Cuentas Anuales del deudor*

Una vez que se hubiere declarado el concurso, subsiste la obligación de formular y auditar las Cuentas Anuales. Ello no obstante, se exime a la Sociedad concursada de realizar la auditoría de las primeras Cuentas Anuales que se prepararen mientras estuviere en funciones la administración concursal, a excepción de que la citada Sociedad tuviere sus valores admitidos a negociación en Mercados Secundarios de Valores o estuviere sometida a supervisión pública por la Comisión Nacional del Mercado de Valores —art. 46.1 LC—.

III. EL NOMINEE

1. Consideraciones previas y determinación conceptual

La “desincorporación” o “desmaterialización”²⁹ de las acciones llevadas a cabo, principalmente, por los artículos 51, 60 y 61 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas —TRLISA— y los artículos 5 a 12, ambos inclusive, LMV³⁰, acentúa y enfatiza el hecho de que las acciones constituyen derechos de cierto o determinado tipo especial y que son creadas para circular en un mercado líquido³¹, derivando

²⁹ GROUP OF THIRTY, *Securities Clearance and Settlement in the World's Securities Markets*, London, 1989, p. 19: «La desmaterialización es la eliminación de los certificados físicos o títulos representativos de la propiedad sobre valores, de tal modo que tales valores únicamente existen como registros informáticos».

³⁰ Vid. C. PAZ-ARES, «La desincorporación de los títulos-valor (el marco conceptual de las anotaciones en cuenta)», en *El nuevo Mercado de Valores*, Madrid, 1995, pp. 81-106.

³¹ En este sentido, tan sólo resulta suficiente citar diversas referencias de la mejor doctrina que ya recogían el postulado de la transmisibilidad y negociabilidad de la acción. Así, de una parte, J. GARRIGUES y R. URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. I, Madrid, 1976, pp. 522 ss.: «Tratándose de acciones de Sociedades Anónimas, la libre circulación es también la regla general. La negociabilidad (...) es fundamental en los títulos representativos de la condición de socio y ha sido una de las circunstancias que más ha influido en la rápida expansión de la Sociedad Anónima, difícilmente conciliable

en una especie de “derechos ambulantes”, en cuanto que son derechos que presentan una tendencia natural a ser negociados aun cuando no se hallaren representados por el soporte documental del correspondiente título. Así pues, la naturaleza misma del activo justificaría la negociación de los valores. Esta argumentación se aplicaría, asimismo, con independencia de que hubiere una representación inmediata por parte de la Sociedad emisora o hubiere una dependencia en el *transferee*. La Sociedad queda obligada y vinculada, por cuanto que permite que los valores —que, debido a su naturaleza, son ambulantes— sean procesados y tratados por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores —SCLV—³². El presente planteamiento trasciende, como resulta obvio, las nociones propias del Derecho contractual, mas, en base a los mismos, podrían comprenderse mejor los mecanismos legales de los modernos sistemas de transmisión.

Asimismo, cabría señalar que la regulación de las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta ha afectado sobremedida a los instrumentos que la normativa ha empleado tradicionalmente para incrementar la transmisibilidad de las acciones en general³³. En este orden de cosas, resultaría difícil atisbar o comprender el modo en que las normas respecto de la novación podrían regir o gobernar las actuales y modernas transmisiones de acciones. En base a ello, la moderna normativa habría que contemplarla más como un conjunto de sofisticadas normas de comisión. La normativa *estoppel* —el régimen de excepciones de la Sociedad emisora frente al adquirente de valores anotados en cuenta [principalmente, arts. 9, párrafo último, LMV y 12.4 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 (RDRVACyCLOB)]—³⁴ ha sido desarrollada directamente respecto de una tradición histórica de títulos documentales y, consiguientemente, resulta muy problemática y dificultosa su aplicación en los supuestos en los que las acciones se transmitieren electrónicamente.

De otra parte, se ha de destacar que se produce una transformación en el perfil y naturaleza del tradicional inversor privado en los Mercados de Valores, espe-

si las participaciones sociales no estuviesen representadas por títulos circulantes fácilmente negociables en Bolsa y fuera de ella». De otra parte, se hallaría el Profesor M. BROSETA PONT, *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*, Madrid, 1984, pp. 18 ss., quien preconizaba que «la transmisibilidad de la acción es un principio esencial del Derecho de Sociedades Anónimas...» y que, consiguientemente, cabía afirmar que «la transmisibilidad de la acción ha sido el mecanismo que ha permitido ocupar a la Sociedad Anónima un lugar preeminente en la economía capitalista moderna».

³² A este respecto se han de tener presentes las Disposiciones Transitorias primera y segunda LMRSF, que prevén la creación de la “Sociedad de Sistemas” y la asunción de funciones por parte de la misma.

³³ *Vid.*, en particular, M. LIMBERTINI, «Osservazioni sul valore giuridico del “transfert” nella circolazione delle azioni di Società», *Rivista delle Società*, Milano, julio-agosto de 1966, pp. 785-906.

³⁴ *BOE*, núm. 44, de 20 de febrero de 1992; CCEE en *BOE*, núm. 62, de 12 de marzo de 1992. Dicha norma ha sido modificada por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del Régimen Jurídico de los Mercados de Valores (*BOE*, núm. 302, de 18 de diciembre de 1998), y por el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre Régimen Jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión (*BOE*, núm. 188, de 7 de agosto de 2001).

cialmente a partir del 19 de octubre de 1987 —*Black Monday*—³⁵, por cuanto que en la nueva etapa los servicios son requeridos por grupos heterogéneos de inversores, los cuales, a su vez, reclaman mayor accesibilidad con una ejecución más rápida y económica o a menor precio³⁶. Pues bien, es en este contexto en el que surge el sistema basado en el *nominee*³⁷, especialmente en las operaciones llevadas a cabo respecto de valores internacionales negociados en el *New York Stock Exchange* —NYSE— o en el *National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System* —NASDAQ—, habiendo de superar las dificultades de establecimiento mediante la conversión en *American Depository Receipts* —ADRs—³⁸.

Ahora bien, se hace precisa la determinación terminológica del concepto, puesto que el *nominee name* se asocia o vincula al *street name*³⁹ o *nominee account*. Este segundo concepto es empleado como un formulario o cuenta específica del *nominee name* utilizada por los *brokers* para registrar valores que tienen para los compradores o para sus propias cuentas. El *nominee name*, por su parte, hace referencia a una asociación formada para actuar como un tenedor o titular registral de valores poseídos por inversores institucionales e intermediarios financieros —mayormente bancos— para sus compradores o para sus propias cuentas. Este sistema permite considerar al comprador como propietario o titular verdadero, efectivo o real. Por consiguiente, el valor se registra a nombre de la entidad de intermediación en los

³⁵ En la citada fecha se verifica el *Big Bang* en los Mercados de Valores y el advenimiento de un cambio estructural en los mismos.

Vid., a este respecto, W. A. THOMAS, *The Securities Market*, New York-London, 1989, pp. 19 ss.

³⁶ En este orden de cosas cabe señalar que en el Reino Unido, a fin de atender y dar satisfacción a la citada demanda, un pequeño grupo de firmas ofreció un único servicio de negociación, constituyendo la versión británica de la intermediación de descuento norteamericana.

³⁷ Así, fue el Barclays quien, empleando el sistema basado en el *nominee*, redujo costes mediante el uso de transmisiones electrónicas de valores y efectivo entre los Barclayshare Nominees y los titulares de cuentas individuales. La desventaja, en cambio, del sistema residía en que vinculaba al inversor con dicho servicio.

Por su parte, The Nacional Westminster Bank instauró el servicio de negociación *instant touch*, facilitado a través de 250 sucursales. Del mismo modo, British Telecom, en conjunción con AE Sharp, ofertó el *Share Link*, un servicio de negociación por teléfono. Asimismo, otros operadores de los mercados, en la búsqueda de economías de escala, especialmente en el sector de la colocación de valores, fusionaron sus operaciones, siendo dos notables ejemplos de ello Allied Provincial Ltd. y Northern Investment Group Plc., ambos con más de 100.000 clientes.

³⁸ Los *American Depository Receipts* —ADRs— son recibos negociables en forma de certificado, emitidos por un banco depositario norteamericano donde se hallan depositados los valores suscritos. Una vez emitido, el certificado puede ser libremente negociado mediante liquidación a través de las líneas o procedimientos norteamericanos ordinarios o comunes. A su vez, para los inversores norteamericanos que negociaren en valores foráneos existen, consiguientemente, evidentes ventajas mediante el empleo del formato ADR.

En este sentido, *vid.* W. A. THOMAS, *The Securities Market*, *op. cit.*, pp. 210 ss.

³⁹ En 1975, un Informe del NYSE ponía de relieve que el 5 o el 6 por 100 de todos los valores se hallaban bajo el sistema del *street name*, en tanto que mediante el sistema del *nominee name* se hallaba recogida una cifra algo superior al 22 por 100 de los mismos.

Vid., a este respecto, L. LOSS y J. SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston-New York-Toronto-London, 1995, pp. 482 ss.; SEC, *Staff Report on Corporate Accountability: A Re-examination of Rules Relating to Shareholder Communications, Shareholder Participation in the Corporate Electoral Process and Corporate Governance Generally*, Senate Committee on Banking, Housing & Urban Affairs, 96th Congress, 2d Session 327-328, Committee Print, Washington, 1980, *passim*.

libros-registro de la Sociedad emisora y la entidad de intermediación, a su vez, tiene el valor en un formato de *book-entry*⁴⁰ a disposición del verdadero titular y propietario del mismo. Ello no obstante, ambos términos son empleados de un modo indistinto en el Mercado de Valores, unificando y asimilando sus significados específicos.

Sin embargo, con independencia de las razones del citado fenómeno —que normalmente afecta hasta el momento presente a los *brokers*, dado que los valores se hallan en anotaciones en cuenta o por cuanto que resulta más conveniente para

⁴⁰ *Book-entry* simplemente significa que el verdadero titular del valor no recibe certificado ni título alguno. En su lugar, el *broker* conserva un registro —apunte o partida contable— en sus libros en el que consta la titularidad auténtica y real o beneficiaria del valor en cuestión.

A este respecto, cabe destacar que muchas entidades de intermediación colocan automáticamente los valores en el sistema del *street name*, a menos que, por parte del verdadero titular de los mismos, se le dieren específicas instrucciones en sentido contrario. Asimismo, dado que el verdadero titular no recibe título ninguno, la SEC impone a las entidades de intermediación remitir a dicho titular, al menos cuatro veces al año, un estado de cuenta en el que se recoge la relación de valores que se tuviere en dicha entidad. Del mismo modo, la entidad de intermediación acrecentará la cuenta con los pagos de dividendos e intereses que correspondiere y suministrará al titular real la información fiscal pertinente. Ahora bien, es posible que dicho titular real sufra un ligero retraso en recibir el pago de los dividendos o intereses, ya que algunas entidades de intermediación solamente proceden a efectuar tales pagos a los inversores de un modo semanal, quincenal o mensual. Por último, tal entidad de intermediación habrá de remitir y notificar al verdadero titular las comunicaciones de la Sociedad emisora, tales como informes anuales y solicitudes de representación, y, asimismo, le habrá de mantener informado de importantes acontecimientos referentes a la misma, como, por ejemplo, ofertas públicas de venta o emisiones de obligaciones, toda vez que en el libro-registro de la Sociedad emisora no figura la identidad del verdadero titular.

De otra parte, es preciso señalar que de las citadas figuras jurídicas operativas o instrumentales derivan, a su vez, otras figuras jurídicas societarias. Así, en primer lugar, se hallaría la *Nominee Company* —denominada también como *Onshore Company*—. Esta Sociedad actúa en nombre de otra, que resulta el principal —la *Offshore Company*—, en todas las transacciones, contratando y actuando negocialmente en nombre de dicha *Offshore Company* en calidad de agente. Consecuentemente, toda la publicidad, el *marketing* y la promoción las realiza la *Onshore Nominee Company* y las operaciones o transacciones son, asimismo, llevadas a cabo por dicha Sociedad en su propio nombre —quien, asimismo, las factura—, aunque, en cambio, el dinero que percibe pasa directamente a la *Offshore Company*. Igualmente, el último comprador solamente tiene conocimiento de estar negociando con una Sociedad ordinaria en un régimen principal de jurisdicción *onshore* común. Consiguientemente, no existe necesidad de declarar la relación existente entre la *Nominee Company* y el principal *offshore*. Por su parte, los únicos ingresos que tiene la *Nominee Company* son los honorarios por el suministro de sus servicios. Así pues, la auditoría de la *Nominee Company* únicamente muestra sus ingresos por honorarios y sus gastos. Los ingresos por negociación no forman parte generalmente de las cuentas, ya que solamente se tienen en nombre del principal.

En otro orden de cosas, cabría poner de manifiesto que el sistema del *nominee name-street name* presenta mayores ventajas con respecto a la custodia de los valores, porque la práctica totalidad de las entidades de intermediación son miembros de la *Securities Investor Protection Corporation* —SIPC—. Como consecuencia de ello, los valores custodiados por el citado sistema se hallan protegidos hasta la cifra de 500.000 dólares. Asimismo, muchas de las entidades de intermediación contratan, a su vez, seguros para cubrir lo que exceda de la cobertura de la SIPC. Ahora bien, como resulta obvio, la SIPC no protege al titular real del valor de las pérdidas que derivaren de una caída de la cotización de dicho valor en el mercado.

Vid., a este respecto, R. BERHAGEN, «Book-entry Securities and Private International Law. The Transfer and Pledge of Securities held in International Multi-tiered Securities Holding Systems», *European Business Law Review*, marzo-abril de 2000, pp. 112-127.

los compradores—, lo que resulta evidente es que cualquier disociación entre la propiedad o titularidad legal y la fiduciaria de los valores crea problemas sustanciales cuando se requiere la intervención de los representantes, ya que el órgano de administración de la Sociedad tan sólo tiene conocimiento de los titulares registrales. Pues bien, el Congreso norteamericano, consciente de ello, fue quien asumió por primera vez la necesidad de estudiar la cuestión y tratar de dar una respuesta que permitiera la negociación internacional de valores mediante el sistema de anotación en cuenta⁴¹. En aras a tal finalidad, inició una profunda reforma de la normativa del Mercado de Valores, cuyos hitos más significativos resultan ser las modificaciones llevadas a cabo en los años 1985 y 1990. En la primera de las reformas se introduce la *Rule 14a-13(a)* en la *General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934* —GRRSEA—, que establece ciertos requisitos a aplicar en el caso de que el *registrant*⁴² supiere que los valores de cualquier clase de derechos de voto se hallan registrados por un *broker-dealer*, un fiduciario con derechos de voto, un banco, una asociación o cualquier otra entidad que ejerciere facultades fiduciarias, en un sistema de *nominee name* o de cualquier otro modo⁴³.

⁴¹ En tal sentido, el Congreso dirigió a la SEC dos cuestiones sobre las que habría de pronunciarse de un modo insoslayable. De una parte, le requería que determinase si la práctica del registro fiduciario de la propiedad se hallaba en consonancia con los propósitos del *1934 Act*; de otra parte, le solicitaba que definiera y estableciera las medidas que hubiere que adoptar para facilitar las comunicaciones entre los emisores y los titulares fiduciarios de los valores, mas preservando simultáneamente los beneficios de dicha práctica.

En respuesta a tales requerimientos, la SEC remitió dos informes al Congreso: SEC, *Preliminary Report on the Practice of Recording the Ownership of Securities in the Records of the Issuer in Other Than the Name of the Beneficial Owner of Such Securities*, New York, 1975; IDEM, *Final Report on the Practice of Recording the Ownership of Securities in the Records of the Issuer in Other Than the Name of the Beneficial Owner of Such Securities*, New York, 1976.

⁴² El término *registrant* significa una Sociedad emisora de valores con respecto de la cual se solicitan los derechos de representación o una Sociedad de Inversión —rule 14a-1.j) GRRSEA—.

⁴³ Rule 14a-13, «Obligation of Registrants in Communicating with Beneficial Owners», GRRSEA:

«a) If the registrant knows that securities of any class entitled to vote at a meeting (or by written consents or authorizations if no meeting is held) with respect to which the registrant intends to solicit proxies, consents or authorizations are held of record by a broker, dealer, voting trustee, bank, association, or other entity that exercises fiduciary powers in nominee name or otherwise, the registrant shall:

1. By first class mail or other equally prompt means:

i) Inquire of each such record holder:

A. Whether other persons are the beneficial owners of such securities and if so, the number of copies of the proxy and other soliciting material necessary to supply such material to such beneficial owners;

B. In the case of an annual (or special meeting in lieu of the annual) meeting, or written consents in lieu of such meeting, at which directors are to be elected, the number of copies of the annual report to security holders necessary to supply such report to beneficial owners to whom such reports are to be distributed by such record holder or its nominee and not by the registrant;

C. If the record holder has an obligation under Rule 14b-1(b)(3) or Rule 14b-2(b)(4)(ii) and (iii), whether an agent has been designated to act on its behalf in fulfilling such obligation and, if so, the name and address of such agent; and

D. Whether it holds the registrant's securities on behalf of any respondent bank and, if so, the name and address of each such respondent bank; and

ii) Indicate to each such record holder:

A. Whether the registrant, pursuant to paragraph (c) of this section, intends to distribute the annual report to security holders to beneficial owners of its securities whose names, addresses and securities positions are disclosed pursuant to Rule 14b-1(b)(3) or Rule 14b-2(b)(4)(ii) and (iii);

B. The record date; and

C. At the option of the registrant, any employee benefit plan established by an affiliate of the registrant that holds securities of the registrant that the registrant elects to treat as exempt employee benefit plan securities;

2. Upon receipt of a record holder's or respondent bank's response indicating, pursuant to Rule 14b-2(b)(1)(i), the names and addresses of its respondent banks, within one business day after the date such response is received, make an inquiry of and give notification to each such respondent bank in the same manner required by paragraph (a)(1) of this section; Provided, however, the inquiry required by paragraphs (a)(1) and (a)(2) of this section shall not cover beneficial owners of exempt employee benefit plan securities;

3. Make the inquiry required by paragraph (a)(1) of this section at least 20 business days prior to the record date of the meeting of security holders, or

i) If such inquiry is impracticable 20 business days prior to the record date of a special meeting, as many days before the record date of such meeting as is practicable or,

ii) If consents or authorizations are solicited, and such inquiry is impracticable 20 business days before the earliest date on which they may be used to effect corporate action, as many days before that date as is practicable, or

iii) At such later time as the rules of a national securities exchange on which the class of securities in question is listed may permit for good cause shown;

Provided, however, That if a record holder or respondent bank has informed the registrant that a designated office(s) or department(s) is to receive such inquiries, the inquiry shall be made to such designated office(s) or department(s); and

4. Supply, in a timely manner, each record holder and respondent bank of whom the inquiries required by paragraphs (a)(1) and (a)(2) of this section are made with copies of the proxy, other proxy soliciting material, and/or the annual report to security holders, in such quantities, assembled in such form and at such place(s), as the record holder or respondent bank may reasonably request in order to send such material to each beneficial owner of securities who is to be furnished with such material by the record holder or respondent bank; and

5. Upon the request of any record holder or respondent bank that is supplied with proxy soliciting material and/or annual reports to security holders pursuant to paragraph (a)(4) of this section, pay its reasonable expenses for completing the mailing of such material to beneficial owners.

Note 1: If the registrant's list of security holders indicates that some of its securities are registered in the name of a clearing agency registered pursuant to Section 17A of the Act (e.g., "Cede & Co.", nominee for the Depository Trust Company), the registrant shall make appropriate inquiry of the clearing agency and thereafter of the participants in such clearing agency who may hold on behalf of a beneficial owner or respondent bank, and shall comply with the above paragraph with respect to any such participant [see Rule 14a-1(i)].

Note 2: The attention of registrants is called to the fact that each broker, dealer, bank, association, and other entity that exercises fiduciary powers has an obligation pursuant to Rule 14b-1 and Rule 14b-2 (except as provided therein with respect to exempt employee benefit plan securities held in nominee name) and, with respect to brokers and dealers, applicable self-regulatory organization requirements to obtain and forward, within the time periods prescribed therein,

a) Proxies (or in lieu thereof requests for voting instructions) and proxy soliciting materials to beneficial owners on whose behalf it holds securities, and

b) Annual reports to security holders to beneficial owners on whose behalf it holds securities, unless the registrant has notified the record holder or respondent bank that it has assumed responsibility to mail such material to beneficial owners whose names, addresses, and securities positions are disclosed pursuant to Rule 14b-1(b)(3) and Rule 14b-2(b)(4)(ii) and (iii).

Note 3: The attention of registrants is called to the fact that registrants have an obligation, pursuant to paragraph (d) of this section, to cause proxies (or in lieu thereof requests for voting instructions),

En la segunda reforma, llevada a cabo en 1990, se incorporan la *Rule* 14b-1⁴⁴ y

proxy soliciting material and annual reports to security holders to be furnished, in a timely manner, to beneficial owners of exempt employee benefit plan securities».

⁴⁴ Rule 14b-1, «Obligation of Registered Brokers and Dealers in Connection with the Prompt Forwarding of Certain Communications to Beneficial Owners» GRRSEA:

«a) *Definitions.* Unless the context otherwise requires, all terms used in this section shall have the same meanings as in the Act and, with respect to proxy soliciting material, as in Rule 14a-1 thereunder and, with respect to information statements, as in Rule 14c-1 thereunder. In addition, as used in this section, the term “registrant” means:

1. The issuer of a class of securities registered pursuant to section 12 of the Act; or
2. An investment company registered under the Investment Company Act of 1940.

b) *Dissemination and beneficial owner information requirements.* A broker or dealer registered under Section 15 of the Act shall comply with the following requirements for disseminating certain communications to beneficial owners and providing beneficial owner information to registrants.

1. The broker or dealer shall respond, by first class mail or other equally prompt means, directly to the registrant no later than seven business days after the date it receives an inquiry made in accordance with Rule 14a-13(a) or Rule 14c-7(a) by indicating, by means of a search card or otherwise:

- i) The approximate number of customers of the broker or dealer who are beneficial owners of the registrant’s securities that are held of record by the broker, dealer, or its nominee;
- ii) The number of customers of the broker or dealer who are beneficial owners of the registrant’s securities who have objected to disclosure of their names, addresses, and securities positions if the registrant has indicated, pursuant to Rule 14a-13(a)(1)(ii)(A) or Rule 14c-7(a)(1)(ii)(A), that it will distribute the annual report to security holders to beneficial owners of its securities whose names, addresses and securities positions are disclosed pursuant to paragraph (b)(3) of this section; and
- iii) The identity of the designated agent of the broker or dealer, if any, acting on its behalf in fulfilling its obligations under paragraph (b)(3) of this section; Provided, however, that if the broker or dealer has informed the registrant that a designated office(s) or department(s) is to receive such inquiries, receipt for purposes of paragraph (b)(1) of this section shall mean receipt by such designated office(s) or department(s).

2. The broker or dealer shall, upon receipt of the proxy, other proxy soliciting material, information statement, and/or annual reports to security holders, forward such materials to its customers who are beneficial owners of the registrant’s securities no later than five business days after receipt of the proxy material, information statement or annual reports.

Note to paragraph (b)(2): At the request of a registrant, or on its own initiative so long as the registrant does not object, a broker or dealer may, but is not required to, deliver one annual report, proxy statement or information statement to more than one beneficial owner sharing an address if the requirements set forth in Rule 14a-3(e)(1) (with respect to annual reports and proxy statements) and Rule 14c-3(c) (with respect to annual reports and information statements) applicable to registrants, with the exception of Rule 14a-3(e)(1)(i)(E), are satisfied instead by the broker or dealer.

3. The broker or dealer shall, through its agent or directly:

i) Provide the registrant, upon the registrant’s request, with the names, addresses, and securities positions, compiled as of a date specified in the registrant’s request which is no earlier than five business days after the date the registrant’s request is received, of its customers who are beneficial owners of the registrant’s securities and who have not objected to disclosure of such information; Provided, however, that if the broker or dealer has informed the registrant that a designated office(s) or department(s) is to receive such requests, receipt shall mean receipt by such designated office(s) or department(s); and

ii) Transmit the data specified in paragraph (b)(3)(i) of this section to the registrant no later than five business days after the record date or other date specified by the registrant.

Note 1: Where a broker or dealer employs a designated agent to act on its behalf in performing the obligations imposed on the broker or dealer by paragraph (b)(3) of this section, the five business day time period for determining the date as of which the beneficial owner information is to be compiled is calculated from the date the designated agent receives the registrant’s request. In complying with the registrant’s request for beneficial owner information under paragraph (b)(3) of this section, a broker

la *Rule* 14b-2⁴⁵ GRRSEA, que establecen —como complemento de la *Rule* 14a-13(a)

or dealer need only supply the registrant with the names, addresses, and securities positions of non-objecting beneficial owners.

Note 2: If a broker or dealer receives a registrant's request less than five business days before the requested compilation date, it must provide a list compiled as of a date that is no more than five business days after receipt and transmit the list within five business days after the compilation date.

c) Exceptions to dissemination and beneficial owner information requirements. A broker or dealer registered under section 15 of the Act shall be subject to the following with respect to its dissemination and beneficial owner information requirements.

1. With regard to beneficial owners of exempt employee benefit plan securities, the broker or dealer shall:

i) Not include information in its response pursuant to paragraph (b)(1) of this section or forward proxies (or in lieu thereof requests for voting instructions), proxy soliciting material, information statements, or annual reports to security holders pursuant to paragraph (b)(2) of this section to such beneficial owners; and

ii) Not include in its response, pursuant to paragraph (b)(3) of this section, data concerning such beneficial owners.

2. A broker or dealer need not satisfy:

i) Its obligations under paragraphs (b)(2) and (b)(3) of this section if a registrant does not provide assurance of reimbursement of the broker's or dealer's reasonable expenses, both direct and indirect, incurred in connection with performing the obligations imposed by paragraphs (b)(2) and (b)(3) of this section; or

ii) Its obligation under paragraph (b)(2) of this section to forward annual reports to non-objecting beneficial owners identified by the broker or dealer, through its agent or directly, pursuant to paragraph (b)(3) of this section if the registrant notifies the broker or dealer pursuant to Rule 14a-13(c) or Rule 14c-7(c) that the registrant will mail the annual report to such non-objecting beneficial owners identified by the broker or dealer and delivered in a list to the registrant pursuant to paragraph (b)(3) of this section.

3. In its response pursuant to paragraph (b)(1) of this section, a broker or dealer shall not include information about annual reports, proxy statements or information statements that will not be delivered to security holders sharing an address because of the broker or dealer's reliance on the procedures referred to in the Note to paragraph (b)(2) of this section».

⁴⁵ Rule 14b-2, «Obligation of Banks, Associations and Other Entities that Exercise Fiduciary Powers in Connection with the Prompt Forwarding of Certain Communications to Beneficial Owners», GRRSEA:

«a) *Definitions.* Unless the context otherwise requires, all terms used in this section shall have the same meanings as in the Act and, with respect to proxy soliciting material, as in Rule 14a-1 thereunder and, with respect to information statements, as in Rule 14c-1 thereunder. In addition, as used in this section, the following terms shall apply:

1. The term banks means a bank, association, or other entity that exercises fiduciary powers.

2. The term beneficial owner includes any person who has or shares, pursuant to an instrument, agreement, or otherwise, the power to vote, or to direct the voting of a security.

Note 1: If more than one person shares voting power, the provisions of the instrument creating that voting power shall govern with respect to whether consent to disclosure of beneficial owner information has been given.

Note 2: If more than one person shares voting power or if the instrument creating that voting power provides that such power shall be exercised by different persons depending on the nature of the corporate action involved, all persons entitled to exercise such power shall be deemed beneficial owners; Provided, however, that only one such beneficial owner need be designated among the beneficial owners to receive proxies or requests for voting instructions, other proxy soliciting material, information statements, and/or annual reports to security holders, if the person so designated assumes the obligation to disseminate, in a timely manner, such materials to the other beneficial owners.

3. The term registrant means:

i) The issuer of a class of securities registered pursuant to Section 12 of the Act; or

-
- ii) An investment company registered under the Investment Company Act of 1940.
- b) Dissemination and beneficial owner information requirements. A bank shall comply with the following requirements for disseminating certain communications to beneficial owners and providing beneficial owner information to registrants.
1. The bank shall:
 - i) Respond, by first class mail or other equally prompt means, directly to the registrant, no later than one business day after the date it receives an inquiry made in accordance with Rule 14a-13(a) or Rule 14c-7(a) by indicating the name and address of each of its respondent banks that holds the registrant's securities on behalf of beneficial owners, if any; and
 - ii) Respond, by first class mail or other equally prompt means, directly to the registrant no later than seven business days after the date it receives an inquiry made in accordance with Rule 14a-13(a) or Rule 14c-7(a) by indicating, by means of a search card or otherwise:
 - A. The approximate number of customers of the bank who are beneficial owners of the registrant's securities that are held of record by the bank or its nominee;
 - B. If the registrant has indicated, pursuant to Rule 14a-13(a)(1)(ii)(A) or Rule 14a-7(a)(1)(ii)(A), that it will distribute the annual report to security holders to beneficial owners of its securities whose names, addresses, and securities positions are disclosed pursuant to paragraphs (b)(4)(ii) and (iii) of this section:
 - A. With respect to customer accounts opened on or before December 28, 1986, the number of beneficial owners of the registrant's securities who have affirmatively consented to disclosure of their names, addresses, and securities positions; and
 - B. With respect to customer accounts opened after December 28, 1986, the number of beneficial owners of the registrant's securities who have not objected to disclosure of their names, addresses, and securities positions; and
 - C. The identity of its designated agent, if any, acting on its behalf in fulfilling its obligations under paragraphs (b)(4)(ii) and (iii) of this section;
Provided, however, that, if the bank or respondent bank has informed the registrant that a designated office(s) or department(s) is to receive such inquiries, receipt for purposes of paragraphs (b)(1)(i) and (ii) of this section shall mean receipt by such designated office(s) or department(s).
 2. Where proxies are solicited, the bank shall, within five business days after the record date:
 - i) Execute an omnibus proxy, including a power of substitution, in favor of its respondent banks and forward such proxy to the registrant; and
 - ii) Furnish a notice to each respondent bank in whose favor an omnibus proxy has been executed that it has executed such a proxy, including a power of substitution, in its favor pursuant to paragraph (b)(2)(i) of this section.
 3. Upon receipt of the proxy, other proxy soliciting material, information statement, and/or annual reports to security holders, the bank shall forward such materials to each beneficial owner on whose behalf it holds securities, no later than five business days after the date it receives such material and, where a proxy is solicited, the bank shall forward, with the other proxy soliciting material and/or the annual report, either:
 - i) A properly executed proxy:
 - A. Indicating the number of securities held for such beneficial owner;
 - B. Bearing the beneficial owner's account number or other form of identification, together with instructions as to the procedures to vote the securities;
 - C. Briefly stating which other proxies, if any, are required to permit securities to be voted under the terms of the instrument creating that voting power or applicable state law; and
 - D. Being accompanied by an envelope addressed to the registrant or its agent, if not provided by the registrant; or
 - ii) A request for voting instructions (for which registrant's form of proxy may be used and which shall be voted by the record holder bank or respondent bank in accordance with the instructions received), together with an envelope addressed to the record holder bank or respondent bank.
- Note to paragraph (b)(3):* At the request of a registrant, or on its own initiative so long as the registrant does not object, a bank may, but is not required to, deliver one annual report, proxy statement or information statement to more than one beneficial owner sharing an address if the requirements

set forth in Rule 14a-3(e)(1) (with respect to annual reports and proxy statements) and Rule 14c-3(c) (with respect to annual reports and information statements) applicable to registrants, with the exception of Rule 14a-3(e)(1)(i)(E), are satisfied instead by the bank.

4. The bank shall:

i) Respond, by first class mail or other equally prompt means, directly to the registrant no later than one business day after the date it receives an inquiry made in accordance with Rule 14a-13(b)(1) or Rule 14c-7(b)(1) by indicating the name and address of each of its respondent banks that holds the registrant's securities on behalf of beneficial owners, if any;

ii) Through its agent or directly, provide the registrant, upon the registrant's request, and within the time specified in paragraph (b)(4)(iii) of this section, with the names, addresses, and securities position, compiled as of a date specified in the registrant's request which is no earlier than five business days after the date the registrant's request is received, of:

A. With respect to customer accounts opened on or before December 28, 1986, beneficial owners of the registrant's securities on whose behalf it holds securities who have consented affirmatively to disclosure of such information, subject to paragraph (b)(5) of this section; and

B. With respect to customer accounts opened after December 28, 1986, beneficial owners of the registrant's securities on whose behalf it holds securities who have not objected to disclosure of such information;

Provided, however, that if the record holder bank or respondent bank has informed the registrant that a designated office(s) or department(s) is to receive such requests, receipt for purposes of paragraphs (b)(4)(i) and (ii) of this section shall mean receipt by such designated office(s) or department(s); and

iii) Through its agent or directly, transmit the data specified in paragraph (b)(4)(ii) of this section to the registrant no later than five business days after the date specified by the registrant.

Note 1: Where a record holder bank or respondent bank employs a designated agent to act on its behalf in performing the obligations imposed on it by paragraphs (b)(4)(ii) and (iii) of this section, the five business day time period for determining the date as of which the beneficial owner information is to be compiled is calculated from the date the designated agent receives the registrant's request. In complying with the registrant's request for beneficial owner information under paragraphs (b)(4)(ii) and (iii) of this section, a record holder bank or respondent bank need only supply the registrant with the names, addresses and securities positions of affirmatively consenting and non-objecting beneficial owners.

Note 2: If a record holder bank or respondent bank receives a registrant's request less than five business days before the requested compilation date, it must provide a list compiled as of a date that is no more than five business days after receipt and transmit the list within five business days after the compilation date.

5. For customer accounts opened on or before December 28, 1986, unless the bank has made a good faith effort to obtain affirmative consent to disclosure of beneficial owner information pursuant to paragraph (b)(4)(ii) of this section, the bank shall provide such information as to beneficial owners who do not object to disclosure of such information. A good faith effort to obtain affirmative consent to disclosure of beneficial owner information shall include, but shall not be limited to, making an inquiry:

i) Phrased in neutral language, explaining the purpose of the disclosure and the limitations on the registrant's use thereof;

ii) Either in at least one mailing separate from other account mailings or in repeated mailings; and

at includes a return card, postage paid enclosure.

c) Exceptions to dissemination and beneficial owner information requirements. The bank shall be subject to the following respect to its dissemination and beneficial owner requirements.

1. With regard to beneficial owners of exempt employee benefit plan securities, the bank shall not:

i) Include information in its response pursuant to paragraph (b)(1) of this section; or forward proxies (or in lieu thereof requests for voting instructions), proxy soliciting material, information statements, or annual reports to security holders pursuant to paragraph (b)(3) of this section to such beneficial owners; or

GRRSEA— los requisitos que los *brokers-dealers* registrados, de una parte, y los bancos, asociaciones y otras entidades que ejercitan facultades fiduciarias, de otra parte, han de observar para actuar conforme a la nueva normativa. Finalmente, cabe destacar la *Rule 17Ad-8 GRRSEA*, que exige a las entidades de compensación registradas que proporcionen a cada Sociedad emisora cuyos valores estuvieren detentados en nombre de la entidad de compensación o de su *nominee*, las *securities position listing* de los partícipes en la entidad de compensación en cuyo nombre dicha entidad detentare los valores de la emisora y las posiciones respectivas de los partícipes en relación con los citados valores en una fecha definida ⁴⁶.

2. Protocolo operativo

El protocolo operativo común del *nominee* presenta un substrato básico, consistente en una sucesión de órdenes de actuación sobre valores en estados diferentes —“Sistemas Multinivel” ⁴⁷—, derivándose de las mismas operaciones en planos o niveles distintos. Así, el inversor originario tan sólo se halla en la posición de un

ii) Include in its response pursuant to paragraphs (b)(4) and (b)(5) of this section data concerning such beneficial owners.

2. The bank need not satisfy:

i) Its obligations under paragraphs (b)(2), (b)(3), and (b)(4) of this section if a registrant does not provide assurance of reimbursement of its reasonable expenses, both direct and indirect, incurred in connection with performing the obligations imposed by paragraphs (b)(2), (b)(3), and (b)(4) of this section; or

ii) Its obligation under paragraph (b)(3) of this section to forward annual reports to consenting and non-objecting beneficial owners identified pursuant to paragraphs (b)(4)(ii) and (iii) of this section if the registrant notifies the record holder bank or respondent bank, pursuant to Rule 14a-13(c) or Rule 14c-7(c), that the registrant will mail the annual report to beneficial owners whose names addresses and securities positions are disclosed pursuant to paragraphs (b)(4)(ii) and (iii) of this section.

3. For the purposes of determining the fees which may be charged to registrants pursuant to Rule 14a-13(b)(5), Rule 14c-7(a)(5), and paragraph (c)(2) of this section for performing obligations under paragraphs (b)(2), (b)(3), and (b)(4) of this section, an amount no greater than that permitted to be charged by brokers or dealers for reimbursement of their reasonable expenses, both direct and indirect, incurred in connection with performing the obligations imposed by paragraphs (b)(2) and (b)(3) of Rule 14b-1, shall be deemed to be reasonable.

4. In its response pursuant to paragraph (b)(1)(ii)(A) of this section, a bank shall not include information about annual reports, proxy statements or information statements that will not be delivered to security holders sharing an address because of the bank's reliance on the procedures referred to in the Note to paragraph (b)(3) of this section».

⁴⁶ Rule 17Ad-8, «Securities Position Listings», GRRSEA:

«a) For purposes of this section, the term *securities position listing* means, with respect to the securities of any issuer held by a registered clearing agency in the name of the clearing agency or its nominee, a list of those participants in the clearing agency on whose behalf the clearing agency holds the issuer's securities and of the participants' respective positions in such securities as of a specified date.

b) Upon request, a registered clearing agency shall furnish a securities position listing promptly to each issuer whose securities are held in the name of the clearing agency or its nominee. A registered clearing agency may charge issuers requesting securities position listings a fee designed to recover the reasonable costs of providing the securities position listing to the issuer».

⁴⁷ *Vid.*, en este sentido, C. PAZ-ARES y F. GARCIMARTÍN, «Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros», *Revista de Derecho Mercantil*, Madrid, octubre-diciembre de 2000, pp. 1479-1517.

titular indirecto de los valores, ya que quien figura como detentador de los valores en las cuentas de la depositaria en cuestión es el último ejecutante de las diferentes órdenes o mandatos de compra de valores.

A este respecto, con carácter general cabría señalar que la gestión concentrada o centralizada puede presentar diferentes modalidades⁴⁸. Así, en primer lugar, se hallaría el “modelo unitario” de emisor e inversor. En virtud del mismo, los Estados del emisor y del inversor resultar coincidentes y la cadena de depositarios y subdepositarios implica únicamente a tres sujetos, como son el inversor, el intermediario partícipe en el sistema de gestión centralizada —que, por simplicidad, se señalará como entidad depositaria— y la Sociedad de gestión centralizada. En segundo lugar, cabe destacar el “modelo dual *ad extra*”, en el que los Estados del emisor y del inversor no coinciden y los instrumentos financieros se hallan subdepositados en el extranjero. En este supuesto, la estructura o complejo de subdepositarios puede devenir más compleja, implicando una multiplicidad de depositarios situados en distintos Estados y recayendo, por consiguiente, bajo la tutela de más Ordenamientos jurídicos. Como tercer supuesto, el “modelo plurilateral *ad intra-extra*” contempla el caso de un inversor que adquiere un conjunto de instrumentos financieros emitidos por diferentes emisores pertenecientes a distintos Estados y depositados en una entidad del Estado del inversor y subdepositados en el extranjero. Finalmente, el “modelo plurilateral legal” supone que las leyes del domicilio social del emisor, del domicilio social de la entidad encargada de la gestión centralizada y la del lugar en el que se hallan físicamente custodiados los valores no resultan coincidentes, como acontece en la práctica totalidad de los casos con respecto de los instrumentos financieros estadounidenses. Dicho fraccionamiento generaría un ulterior concurso entre las tres legislaciones aplicables, que, a su vez, podría agregarse al de los modelos precedentes⁴⁹.

En todo caso, el citado substrato del protocolo operativo presenta un carácter transfronterizo, al que en nuestro estudio habría que agregar la situación concursal en la que se hallare el titular del *nominee*.

⁴⁸ *Vid.*, a este respecto, D. LOIACONO, «La Legge applicabile alle garanzie per la partecipazione ai sistema di regolamento titoli dopo il recepimento dell'art. 9, comma 2.º, Direttiva 98/26/CE», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, Milano, mayo-junio de 2002, pp. 382 ss.

⁴⁹ El citado problema resulta muy acusado en los Estados Unidos, donde la distribución de los sujetos partícipes en la estructura de la gestión centralizada en diversos Estados ha creado en el pasado dudas interpretativas análogas a las suscitadas por la Directiva 98/26/CE —DLSPyLV—.

Tales dudas, no obstante, han sido removidas por el § 9-305(a)(3), «Law Governing Perfection and Priority of Security Interests in Investment Property», UCC:

«(a) (Governing Law: General Rules).

Except as otherwise provided in subsection (c), the following rules apply:

(3) The local law of the securities intermediary's jurisdiction as specified in Section 8-110(e) governs perfection, the effect of perfection or nonperfection, and the priority of a security interest in a security entitlement or securities account».

3. Naturaleza jurídica

a) Principios comunes

En el supuesto objeto de examen resulta acreditado que el inversor no goza generalmente de derechos ejercitables directamente frente a la Sociedad emisora, ya que los mismos solamente pueden ser ejercidos a través de una entidad intermediaria.

En el caso de valores inmovilizados, la disposición europea de los mismos se lleva a cabo a través de los sistemas de *Euroclear* o *Cedel*⁵⁰. Cada uno de estos sistemas de compensación opera mediante un mecanismo que resulta análogo al

⁵⁰ Los dos mayores sistemas europeos de inmovilización de valores son *Euroclear* y *Cedel*. El primero de ellos en el tiempo fue *Euroclear*, fundado a finales de 1968 por la oficina de Bruselas de Morgan Guaranty Trust Company of New York —MGT—. Ahora bien, desde entonces su estructura organizativa ha experimentado cambios de distintos modos y en la actualidad presenta una estructura más compleja. Además, hoy en día el sistema *Euroclear* es propiedad de una sociedad británica —The Euroclear Clearance System Public Limited Company—, la cual, a su vez, tiene como copropietarios a más de cien de sus partícipes. La política del sistema *Euroclear* —incluyendo la admisión, el régimen de precios y de descuentos— lo establece un Consejo Directivo de una cooperativa belga —The Euroclear Clearance System Société Cooperative—, que es propiedad de la Sociedad británica y de los partícipes del sistema. Ello no obstante, MGT continúa operando el sistema —a través de su *Euroclear Operations Centre (EOC)*— bajo los términos de un contrato celebrado con la citada cooperativa, al igual que mantiene todas las cuentas de los valores y del efectivo para los partícipes, proporciona servicios de banca —préstamos de fondos y valores y transacciones de cambio extranjero— y soporta y gestiona los riesgos asociados con el suministro de dichos servicios bancarios. Finalmente, habría que añadir que la admisión como miembro resulta, en su mayor parte, limitada a los bancos, a los *broker-dealers* y a sus filiales.

Por su parte, la *Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières —Cedel—* fue organizada y establecida como una sociedad de responsabilidad limitada en Luxemburgo en 1970, iniciando sus operaciones en 1971. *Cedel* es propiedad de más de un centenar de instituciones financieras —bancos y *brokers*, principalmente—. Actualmente, se halla inscrita como banco en Luxemburgo y proporciona algunos servicios bancarios —créditos intradía, por ejemplo—, pero otros servicios —préstamos de valores— son proporcionados por sindicatos de bancos, que soportan los riesgos de las dificultades financieras de los partícipes. Asimismo, la condición de partícipe se halla generalmente limitada a los bancos, a los *broker-dealers* y a sus filiales.

Ambos sistemas de compensación fueron creados debido a que los mismos resultaban necesarios para la edificación de un mercado internacional de bonos. Con anterioridad a la creación de los sistemas automatizados, tanto la emisión como la negociación dependían de un sistema físico de entrega y de transmisión. En tales circunstancias, el sistema no podía atender convenientemente a un número continuo creciente de emisiones y negociaciones, con el resultado de que, para 1967, la situación resultaba insatisfactoria y el sistema devino insostenible. Los objetivos más remarcables de los citados nuevos sistemas eran los de aligerar y facilitar la transmisión de bonos y acciones. Asimismo, en tanto que la mayoría de los inversores en el seno del mercado internacional de bonos no deseaba tener, tal y como ocurría hasta dicho momento, la posesión física de sus bonos, la entrega física del emisor inicial o la subsiguiente transmisión podrían constituir un consumo de tiempo caro, potencialmente inseguro y de función innecesaria. A tal respecto, resultaba mucho mejor que los bonos permanecieran siempre físicamente en un depositario seguro y autorizado y que las transmisiones se llevaran a cabo simplemente mediante registros de dos sistemas de compensación. Asimismo, los riesgos se reducen en gran medida mediante el uso de los citados sistemas, por cuanto que, cuando las liquidaciones se realizan entre los mismos, pueden verificarse simultáneamente las transmisiones del precio y de los valores en el seno de dichos sistemas.

de la custodia global⁵¹, en el que la custodia física de los valores se delega por el compensador en los depositarios, quienes generalmente se hallan situados en la misma jurisdicción que la Sociedad emisora. Consiguientemente, existen diversos niveles de intermediación. Así, de una parte, el inversor goza de derechos que son ejercitables únicamente mediante el *Euroclear* o *Cedel*; de otra parte, el compensador tiene derechos que solamente resultan ejercitables mediante su depositario y, finalmente, éste —en cuanto tenedor de los valores— es su tenedor legal y, consiguientemente, goza de unos derechos directamente ejercitables frente al emisor.

La posición respecto de los valores globales resulta similar, aunque, ciertamente, mas compleja. Así, la emisión de los valores se realiza directamente a un depositario común, que lo tiene en el sistema *Euroclear* o *Cedel*, los cuales, a su vez, mantienen su interés en ellos para los partícipes que fueren inversores. Por consiguiente, al igual que en el caso de los valores inmovilizados, existen dos niveles de intermediación y, en cada caso, la propiedad subyacente es poseída por los inversores mediante dos intermediarios⁵². Asimismo, en cada uno de los supuestos, la titularidad subyacente es legalmente detentada por el primer intermediario⁵³.

Pues bien, dado que la titularidad legal corresponde a la entidad de intermediación, el interés del inversor no puede consistir en una titularidad de naturaleza legal. En consecuencia, la única forma de propiedad o titularidad que, de acuerdo con el Ordenamiento jurídico, cabría conferir a alguien que no gozase de una titularidad legal sobre los activos sería la de una titularidad fiduciaria sobre la propiedad subyacente, dado que dicha titularidad resulta indirecta. La disociación entre las titularidades fiduciaria y legal constituye la razón de ser del negocio fiduciario —*trust*—, en el que la entidad de intermediación resulta ser el fiduciario —*trustee*—. Asimismo, por derivación, el beneficiario es la persona en cuyo favor la entidad de intermediación detenta directamente la propiedad subyacente, deviniendo una segunda entidad intermediaria. Consiguientemente, si el interés de la segunda entidad de intermediación es un interés fiduciario bajo el régimen de la fiducia, el único modo en el que el interés en calidad de propietario puede serle conferido al inversor es bajo la naturaleza de una “sub-fiducia”⁵⁴.

Vid., en este sentido, BANK OF ENGLAND, «The Gilt Repo Market. November 1995», *Bank of England Quarterly Bulletin*, London, 1995, pp. 16 ss.; T. PRIME, *International Bonds and Certificates of Deposit*, London, 1990, pp. 233 ss.

⁵¹ Sin embargo, de acuerdo con su estructura legal, los sistemas de compensación no ofrecen, en general, servicios basados en un valor añadido informativo; característico, por otra parte, de un producto de custodia global o internacional.

⁵² En el supuesto de los valores inmovilizados, dichos intermediarios serían la entidad de compensación y su depositario, en tanto que en el caso de los valores globales o mundiales, los intermediarios serían la entidad de compensación y su común depositario.

⁵³ Dicho supuesto sería, por ejemplo, el de un intermediario que tuviere una conexión directa con el emisor, a un grado o nivel del inversor.

⁵⁴ En este sentido, en el “Case of Grainge V. Wilberforce” —1989—, la normativa “mira a través” de las meras sub-fiducias, de tal modo que en el caso de que “A” tuviere una propiedad en fiducia para “B” y éste tuviere la propiedad en una mera sub-fiducia para “C”, “A” estaría obligado a detentar la propiedad directamente para “C” y “B” desaparecería de la relación. En cambio, dicho principio no halla su aplicación en el caso en que la segunda entidad intermediaria —la entidad de compensación—

Por lo que respecta a la relación entre la segunda y las sucesivas entidades intermediarias y el inversor, la misma se halla gobernada por las normas de condiciones y términos generales de las entidades de compensación⁵⁵. Ahora bien, resulta obligado destacar que las jurisdicciones a las que se hallan sometidas los citados sistemas de *Euroclear* y *Cedel* no reconocen la figura de la fiducia en su Derecho nacional. Ello no obstante, tales jurisdicciones han incorporado a su Derecho interno normativa en apoyo de sus sistemas de compensación⁵⁶, que tiene como resultado la protección de los intereses de los inversores con un arreglo a disposiciones análogas a la fiducia. Así pues, en base a tal construcción jurídica, las citadas operaciones son reconocidas “como si fueren fiducias”.

En otro orden de cosas, habría que manifestar que los valores en los estadios de intermediación no se hallan generalmente asignados o señalados⁵⁷. Los valores anotados en cuenta tan sólo representan un interés individualizado y, por con-

no fuere una mera sub-fiduciaria, por cuanto que se halla sometida a unas determinadas exigencias y deberes, según los términos y condiciones generales que regulan la administración de activos.

⁵⁵ En el caso de *Euroclear* sería la Ley belga, en tanto que en el caso de *Cedel* sería la Ley de Luxemburgo.

⁵⁶ En el caso de Bélgica se trataría del Real Decreto núm. 62, de noviembre de 1967, y en el caso de Luxemburgo sería el Decreto Gran Ducal, de febrero de 1971.

⁵⁷ Así, en el sistema *Euroclear* todas las cuentas de valores resultan ser fungibles, en tanto que el sistema *Cedel* oferta tanto cuentas fungibles como no fungibles, aunque solamente un porcentaje muy minoritario de valores se halla sustentado sobre una base no fungible. En consecuencia, el interés del inversor se une a los intereses del resto de inversores en el conjunto de valores inmovilizados correspondientes a la misma emisión en el nivel de la segunda entidad de intermediación —la entidad de compensación—. Ello obedece, básicamente, a que no existe una conjunción de intereses en el nivel de la primera entidad de intermediación —la entidad depositaria local—, dado que toda la propiedad subyacente es detentada por la segunda entidad de intermediación y, consiguientemente, no existe ninguna conjunción de intereses de la segunda entidad de intermediación con los intereses de terceras partes.

Ahora bien, en el caso de valores globales o internacionales, la posición resulta ligeramente diferente, dado que el interés del inversor no solamente resulta que no está asignado o señalado, sino que resulta imposible de ser asignado, por cuanto que en dicho supuesto no existe nada definitivo subyacente que pudiese ser reservado o destinado para los inversores privados. En tal supuesto, la propiedad subyacente se halla configurada por un apunte global que representa la emisión completa de valores. Así pues, las distintas partes fraccionarias del conjunto global de valores que pudiesen corresponder a los inversores individualizados no tienen números distintivos ni tampoco resultan distinguibles de otra manera unos de otros.

En dicho estado de cosas, la primera entidad intermediaria detenta la totalidad de los valores en favor de las siguientes entidades intermediarias, *Euroclear* o *Cedel*, en su caso. Por consiguiente, en ausencia de asignación de valores, los intereses de las dos subsiguientes entidades de intermediación se hallan interrelacionados al nivel o grado de la primera entidad de intermediación. Así pues, al igual que en el supuesto de los valores inmovilizados, los intereses de los inversores se hallan en conjunción al nivel de las subsiguientes entidades de intermediación.

En suma, en el caso de valores inmovilizados, los mismos recaerían bajo la jurisdicción de las subsiguientes entidades de intermediación —Bélgica y Luxemburgo, si se tratara, respectivamente, de los sistemas *Euroclear* o *Cedel*—. Ahora bien, en el supuesto de valores internacionales o mundiales, tales recaerían bajo la jurisdicción del país de la primera entidad de intermediación y también de la de los países de las subsiguientes entidades de intermediación —Bélgica y Luxemburgo, en su caso, continuando con el ejemplo citado—.

Vid., asimismo, a este respecto, R. D. HUANG y T.-Y. LAI, «Financial Asset Substitutability and Internacional Asset Pricing», en *Advances in Financial Planning and Forecasting. Internacional Dimensions*

siguiente, indistinguible del inversor en activos que se hallan bajo la titularidad coparticipada del citado inversor junto con los restantes inversores en valores de la misma emisión⁵⁸. La fungibilidad es la característica fundamental inherente a tales valores —art. 17 RDRVACyCLOB—⁵⁹. Por ello, las consecuencias legales de la confusión de los activos de diferentes inversores constituyen una materia compleja, que implica que, dado que el derecho de cada inversor individualizado no está asignado o diferenciado, el único modo en que el mismo puede constituir un derecho de propiedad incorporado o vinculado a una propiedad subyacente es mediante el mecanismo de una copropiedad con el resto de inversores de la misma emisión. Más aún, la numeración de los valores no se concibe como un elemento determinante o constitutivo de su identificación e individualización⁶⁰. En suma, los valores en los estadios de intermediación constituyen intereses en una tenencia equitativa en común, constituyendo su naturaleza jurídica una figura propia de la fiducia⁶¹.

b) *Convenio de La Haya sobre la Ley aplicable a los trusts*

El Convenio de La Haya sobre la Ley aplicable a los *Trusts* y sobre su Reconocimiento, de 1 de julio de 1985 —CHLTyR—⁶², declara expresamente la singularidad del *trust*, considerándolo como una «institución jurídica única» —Exposición de Motivos—.

En base a tal postulado, se hace preciso examinar —cuando menos, con un cierto mínimo tratamiento— la figura del *trust*, empleada como instituto jurídico

of Securities and Currency Markets, vol. 4, Part A, Greenwich (Connecticut)-London (England), 1990, pp. 171-196.

⁵⁸ A este respecto, cabría señalar que no existe una identidad inherente en los valores registrados, sino que los mismos pertenecen a una clase en la que todos los valores se hallan *pari passu* e íntegramente desembolsados. En consecuencia, no resulta posible distinguir los valores de “A” respecto de los valores de “B” —excepto, obviamente, por la referencia a su cuenta de titularidad—, no solamente porque tales valores son idénticos entre sí, sino también porque no se hallan divididos unos de otros.

⁵⁹ Ahora bien, el corolario de la fungibilidad se halla en la obligación que tiene el depositario con respecto de los inversores. A este respecto, cabría señalar que dicha obligación no consiste en la restitución de los valores originalmente depositados en especie, sino únicamente una obligación de entrega de valores equivalentes a los originalmente depositados —*tantumdem*—. Así, los valores que el inversor recibe no son, ciertamente, los mismos que los inicialmente adquiridos y depositados a favor del mismo.

⁶⁰ A este respecto, tanto la doctrina como la jurisprudencia británicas resultan coincidentes. Así, J. BENJAMIN (*The Law of Global Custody*, London, 1999, p. 32) manifiesta que «la numeración de las acciones se halla simplemente dirigida a los efectos de posibilitar que los valores de las diferentes personas puedan ser negociados, pero una acción, constituyendo únicamente un derecho incorpóreo a cierta porción de los beneficios de la Sociedad, es idéntica a otra, siendo, a estos efectos, indistinguibles entre sí». Por lo que respecta a la jurisprudencia, el supuesto paradigmático lo constituye el “Ind’s Case” —1972—, que establece que las acciones que tuvieren diferentes números no difieren unas de otras.

⁶¹ *Vid.*, sobre esta materia, J. BENJAMIN, *The Law of Global...*, *op. cit.*, *passim*, y R. GOODE, «The nature and transfer of rights in dematerialised and immobilised securities», *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, London, abril de 1996, pp. 167-176.

⁶² *Convention on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition, concluded July 1st, 1985.*

El Convenio fue abierto a la firma de los Estados que fueren miembros de la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado al tiempo de su decimoquinta sesión —art. 27, párrafo primero, CHLTyR—. Ello no obstante, se contempla y regula el acceso de otros Estados, una vez que el Convenio hubiere entrado en vigor —art. 28 CHLTyR—.

básico y fundamental en los supuestos de valores negociados mediante el sistema del *nominee*, si bien ha de ponerse de relieve que, con carácter previo al Convenio objeto de estudio, dicha figura jurídica ya era objeto de regulación en la normativa de valores y bancaria norteamericana bajo la acepción de *Unit Investment Trust* —UIT—, continuando vigente en la actualidad ⁶³.

⁶³ En este sentido, a título meramente enunciativo, cabría destacar las disposiciones más relevantes de la normativa federal, sin perjuicio de hacer constar que los diferentes Estados gozan de regulación propia en materia de *trusts y nominees*:

NORMATIVA FEDERAL, *The Investment Company Act of 1940* —ICA—:

«Section 4. *Classification of Investment Companies*.

For the purposes of this title, investment companies are divided into three principal classes, defined as follows:

1. “Face-amount certificate company” means an investment company which is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or which has been engaged in such business and has any such certificate outstanding.

2. “Unit Investment Trust” means an investment company which (A) is organized under a trust indenture, contract of custodianship or agency, or similar instrument, (B) does not have a board of directors, and (C) issues only redeemable securities, each of which represents an undivided interest in a unit of specified securities; but does not include a voting trust.

3. “Management company” means any investment company other than a face-amount certificate company or a unit investment trust».

«Section 26. *Unit Investment Trusts*.

a) *Custody and sale of securities*. No principal underwriter for or depositor of a registered unit investment trust shall sell, except by surrender to the trustee for redemption, any security of which such trust is the issuer (other than short-term paper), unless the trust indenture, agreement of custodianship, or other instrument pursuant to which such security is issued

1) designates one or more trustees or custodians, each of which is a bank, and provides that each such trustee or custodian shall have at all times an aggregate capital, surplus, and undivided profits of a specified minimum amount, which shall not be less than \$ 500,000 (but may also provide, if such trustee or custodian publishes reports of condition at least annually, pursuant to law or to the requirements of its supervising or examining authority, that for the purposes of this paragraph the aggregate capital, surplus, and undivided profits of such trustee or custodian shall be deemed to be its aggregate capital, surplus, and undivided profits as set forth in its most recent report of condition so published);

2) provides, in substance,

(A) that during the life of the trust the trustee or custodian, if not otherwise remunerated, may charge against and collect from the income of the trust, and from the corpus thereof if no income is available, such fees for its services and such reimbursement for its expenses as are provided for in such instrument;

(B) that no such charge or collection shall be made except for services theretofore performed or expenses theretofore incurred;

(C) that no payment to the depositor of or a principal underwriter for such trust, or to any affiliated person or agent of such depositor or underwriter, shall be allowed the trustee or custodian as an expense (except that provision may be made for the payment to any such person of a fee, not exceeding such reasonable amount as the Commission may prescribe as compensation for performing bookkeeping and other administrative services, of a character normally performed by the trustee or custodian itself); and

(D) that the trustee or custodian shall have possession of all securities and other property in which the funds of the trust are invested, all funds held for such investment, all equalization, redemption, and other special funds of the trust, and all income upon, accretions to, and proceeds of such property and funds, and shall segregate and hold the same in trust (subject only to the charges and collections allowed under clauses (A), (B), and (C)) until distribution thereof to the security holders of the trust;

3) provides, in substance, that the trustee or custodian shall not resign until either (A) the trust has been completely liquidated and the proceeds of the liquidation distributed to the security holders

of the trust, or (B) a successor trustee or custodian, having the qualifications prescribed in paragraph (1), has been designated and has accepted such trusteeship or custodianship; and

4) provides, in substance,

(A) that a record will be kept by the depositor or an agent of the depositor of the name and address of, and the shares issued by the trust and held by, every holder of any security issued pursuant to such instrument, insofar as such information is known to the depositor or agent; and

(B) that whenever a security is deposited with the trustee in substitution for any security in which such security holder has an undivided interest, the depositor or the agent of the depositor will, within five days after such substitution, either deliver or mail to such security holder a notice of substitution, including an identification of the securities eliminated and the securities substituted, and a specification of the shares of such security holder affected by the substitution.

b) *Bank or affiliated person of bank as trustee or custodian.* The Commission may, after consultation with and taking into consideration the views of the Federal banking agencies [as defined in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act (12 USCS § 1813)], adopt rules and regulations, and issue orders, consistent with the protection of investors, prescribing the conditions under which a bank, or an affiliated person of a bank, either of which is an affiliated person of a principal underwriter for, or depositor of, a registered Unit Investment Trust, may serve as trustee or custodian under subsection (a)(1).

c) *Substitution of securities.* It shall be unlawful for any depositor or trustee of a registered Unit Investment Trust holding the security of a single issuer to substitute another security for such security unless the Commission shall have approved such substitution. The Commission shall issue an order approving such substitution if the evidence establishes that it is consistent with the protection of investors and the purposes fairly intended by the policy and provisions of this title.

d) *Binding contract or agreement* embodying applicable provisions deemed to qualify non-complying instrument by which securities were issued. In the event that a trust indenture, agreement of custodianship, or other instrument pursuant to which securities of a registered Unit Investment Trust are issued does not comply with the requirements of subsection (a) of this section, such instrument will be deemed to meet such requirements if a written contract or agreement binding on the parties and embodying such requirements has been executed by the depositor on the one part and the trustee or custodian on the other part, and three copies of such contract or agreement have been filed with the Commission.

e) *Liquidation of Unit Investment trust.* Whenever the Commission has reason to believe that a Unit Investment Trust is inactive and that its liquidation is in the interest of the security holders of such trust, the Commission may file a complaint seeking the liquidation of such trust in the district court of the United States in any district wherein any trustee of such trust resides or has its principal place of business. A copy of such complaint shall be served on every trustee of such trust, and notice of the proceedings shall be given such other interested persons in such manner and at such times as the court may direct. If the court determines that such liquidation is in the interest of the security holders of such trust, the court shall order such liquidation and, after payment of necessary expenses, the distribution of the proceeds to the security holders of the trust in such manner and on such terms as may to the court appear equitable.

f) *Exemption.*

1) In general Subsection (a) does not apply to any registered separate account funding variable insurance contracts, or to the sponsoring insurance company and principal underwriter of such account.

2) Limitation on sales. It shall be unlawful for any registered separate account funding variable insurance contracts, or for the sponsoring insurance company of such account, to sell any such contract

A. unless the fees and charges deducted under the contract, in the aggregate, are reasonable in relation to the services rendered, the expenses expected to be incurred, and the risks assumed by the insurance company, and, beginning on the earlier of August 1, 1997, or the earliest effective date of any registration statement or amendment thereto for such contract following the date of enactment of this subsection, the insurance company so represents in the registration statement for the contract; and

B. unless the insurance company

i) complies with all other applicable provisions of this section, as if it were a trustee or custodian of the registered separate account;

ii) files with the insurance regulatory authority of the State which is the domiciliary State of the insurance company, an annual statement of its financial condition, which most recent statement indicates

b.1) *Ámbito de aplicación*

El Convenio determina y regula la Ley aplicable a los *trusts* y gobierna su reconocimiento —art. 1 CHLTyR—⁶⁴. Ahora bien, en primer lugar, establece el concepto de *trust*, entendiéndose por tal la relación legal creada —*inter vivos* o *mortis causa*— por una persona, el disponente, en el caso de que los activos los hubiere colocado bajo el control de un fiduciario para utilidad o provecho de un beneficiario o para un propósito o finalidad específicos —art. 2, párrafo primero, CHLTyR—. Asimismo, describe de un modo enunciativo las características que reúne el *trust*. En primer lugar, ha de ponerse de relieve que los activos constituyen un fondo separado y no forman parte de los bienes propios del fiduciario —art. 2, párrafo segundo, a), CHLTyR—; en segundo lugar, se ha de destacar que la titularidad jurídica de los activos en *trust* figura en favor del fiduciario o de otra persona en nombre del fiduciario —art. 2, párrafo segundo, b), CHLTyR—; finalmente, cabe subrayar que el fiduciario tiene la facultad y el deber —respecto del cual resulta responsable— de gestionar, emplear o disponer de los activos, de acuerdo con los términos del *trust* y de los deberes específicos que le impusiere el Ordenamiento jurídico —art. 2, párrafo segundo, c), CHLTyR—. Ahora bien, se incorpora una última previsión general o de cierre, en base a la cual se establece que la reserva por parte del disponente de ciertos derechos y facultades, así como el hecho que

that the insurance company has a combined capital and surplus, if a stock company, or an unassigned surplus, if a mutual company, of not less than \$ 1,000,000, or such other amount as the Commission may from time to time prescribe by rule, as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors; and

iii) together with its registered separate accounts, is supervised and examined periodically by the insurance authority of such State.

3) Fees and charges. For purposes of paragraph (2), the fees and charges deducted under the contract shall include all fees and charges imposed for any purpose and in any manner.

4) Regulatory authority. The Commission may issue such rules and regulations to carry out paragraph (2)(A) as it determines are necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors».

⁶⁴ A este respecto, cabe señalar que el propio Convenio delimita el significado y alcance del término “Ley”, considerando que, como tal, han de entenderse las normas legales en vigor en un Estado, con exclusión de las normas de conflicto —art. 17 CHLTyR—. Ahora bien, en el caso de que el Estado comprendiere diferentes unidades territoriales, cada una de las cuales tuviere, a su vez, sus propias normas sobre los *trusts*, cualquier referencia que se hiciera a la Ley de tal Estado habrá de interpretarse como referida a la Ley en vigor en la unidad territorial en cuestión —art. 23 CHLTyR—. Asimismo, un Estado de tal naturaleza no se halla obligado a aplicar el Convenio a los conflictos de leyes que únicamente afectaren a las citadas unidades territoriales —art. 24 CHLTyR—.

Pues bien, teniendo presente dicha circunstancia, se prevé que, en los casos en los que el Estado tuviere dos o más unidades territoriales en los que rigieren diferentes sistemas legales, dicho Estado podrá —a la firma, ratificación, aceptación, aprobación o acceso— declarar que el Convenio se extenderá, bien a todas sus unidades territoriales o bien únicamente a una o varias de ellas. Sin embargo, podrá modificar dicha declaración en cualquier momento, mediante la presentación de otra en el sentido en que pretendiere alterar el ámbito de vigencia territorial. Tal declaración modificativa habrá de ser dirigida al Ministro de Asuntos Exteriores del Reino de Holanda y habrá de establecer expresamente las unidades territoriales a las que se aplicare el Convenio. Ahora bien, en el caso de que el Estado en cuestión no hiciera ninguna declaración a este respecto, el Convenio se extenderá a todas las unidades territoriales del mismo —art. 29 CHLTyR—.

el fiduciario pudiere gozar de determinados derechos en cuanto beneficiario, no presuponen necesariamente un régimen incompatible con la existencia del *trust* —art. 2, párrafo tercero, CHLTyR—.

De otra parte, se delimita tanto positiva como negativamente el ámbito de aplicación del Convenio. Así, en base al parámetro positivo, el Convenio se aplica únicamente a los *trusts* creados voluntariamente y recogidos por escrito —art. 3 CHLTyR—. De acuerdo con el parámetro negativo, el Convenio, en primer lugar, no resulta de aplicación a las cuestiones preliminares referentes a la validez de la voluntad o de otros actos en virtud de los cuales los activos fueren transferidos al fiduciario —art. 4 CHLTyR—; en segundo lugar, tampoco resulta aplicable en el ámbito en que la Ley determinada por el Capítulo II del CHLTyR no regule los *trusts* o las categorías de *trusts* contempladas —art. 5 CHLTyR—.

b.2) Determinación del Ordenamiento jurídico aplicable

El régimen del *trust* se regulará por la Ley que eligiere el disponente. A tal efecto, la elección habrá de ser explícita o habrá de derivar de los términos del instrumento que creare o del escrito que evidenciare el *trust*; todo ello interpretado, en el caso de que fuere necesario, a la luz de las circunstancias del supuesto en cuestión. Ahora bien, si aconteciere que el Ordenamiento jurídico elegido del citado modo no regule la figura del *trust* o la categoría de *trust* específica, la mencionada elección carecerá de cualquier efectividad y, en su lugar, se aplicará supletoriamente el Ordenamiento jurídico que se determinare de acuerdo con el artículo 7 CHLTyR —art. 6 CHLTyR—.

Pues bien, la citada norma subsidiaria prevé que, en los casos en los que el Ordenamiento jurídico elegido no fuere aplicable, el *trust* se regirá por la Ley con la que estuviere más estrechamente vinculado o conectado —art. 7, párrafo primero, CHLTyR—. Mas, en aras a tal determinación, establece, asimismo, los puntos de conexión que reenvíen a la Ley finalmente reguladora —art. 7, párrafo segundo, CHLTyR—. Así, entre los mismos, cabe destacar el lugar —designado por el disponente— de administración del *trust* —apartado a)—; el emplazamiento de los activos del *trust* —apartado b)—; el lugar de residencia o el domicilio social del fiduciario —apartado c)—, y los objetivos del *trust* y los lugares donde hubieren de ser realizados o ejecutados —apartado d)—.

Una vez que se hubiere determinado la Ley aplicable, bien mediante el sistema de elección del disponente —art. 6 CHLTyR— o bien mediante el régimen subsidiario —art. 7 CHLTyR—, resulta categórico que dicha Ley gobernará integralmente el *trust*, tanto en lo que respecta a su constitución, validez y efectos, como a su administración —art. 8, párrafo primero, CHLTyR—. Ahora bien, sin perjuicio de la citada regulación global y genérica, se especifica, con carácter meramente enunciativo, la relación de materias que, de un modo particular, quedarán sujetas a la Ley de gobierno del *trust* —art. 8, párrafo segundo, CHLTyR—. En la mencionada relación se contempla el nombramiento, renuncia o dimisión y remoción

de los fiduciarios, la capacidad de actuación en cuanto fiduciario y la transmisión de la función de fiduciario —apartado *a*)—; el régimen de derechos y deberes interno de los fiduciarios —apartado *b*)—; el derecho de los fiduciarios de delegar, bien total o parcialmente, el desempeño de sus deberes o el ejercicio de sus facultades —apartado *c*)—; la facultad de los fiduciarios de administrar o de disponer de los activos del *trust*, de crear o generar beneficios de los activos del *trust* o de adquirir nuevos activos —apartado *d*)—; las facultades de inversión de los fiduciarios —apartado *e*)—; restricciones sobre la duración del *trust* y sobre la facultad de acumular los ingresos del *trust* —apartado *f*)—; las relaciones entre los fiduciarios y los beneficiarios, incluyendo la responsabilidad personal de los fiduciarios con respecto de los beneficiarios —apartado *g*)—; la modificación o finalización del *trust* —apartado *h*)—; la distribución de los activos del *trust* —apartado *i*)— y, finalmente, el deber de los fiduciarios de responder de su gestión y administración —apartado *j*)—.

Ello no obstante, se contempla expresamente la posibilidad de un posterior reenvío —reenvío de segundo grado— al seno de otra Ley u Ordenamiento jurídico. Así, de una parte, se prevé que, en el ámbito de determinación del Ordenamiento jurídico aplicable —Capítulo II del CHLTyR—, resulta factible que determinados aspectos del *trust* —en particular, las materias de administración y gestión— pudieren ser regidos por una Ley diferente —art. 9 CHLTyR—. De otra parte, se dispone que la Ley aplicable a la validez del *trust* determinará, igualmente, la cuestión de si la Ley de gobierno del *trust* o, en su caso, la Ley que gobernare determinados aspectos del *trust*, pudieren ser reemplazadas por otro Ordenamiento jurídico —art. 10 CHLTyR—.

b.3) Reconocimiento

El *trust* que se constituyere de acuerdo con la Ley que se determinare en función de los parámetros o puntos de conexión del Capítulo II del CHLTyR gozará de pleno reconocimiento como tal instituto jurídico —art. 11, párrafo primero, CHLTyR—.

A su vez, se establecen —con carácter *de minimis*— el significado y los efectos que conlleva el citado reconocimiento. En base a ello, el reconocimiento legal como *trust* implica, al menos, las siguientes derivaciones; de una parte, que la propiedad del *trust* constituye un fondo o patrimonio separado; de otra parte, que el fiduciario puede demandar y ser demandado en su condición de fiduciario y, finalmente, que éste puede figurar o actuar en dicha condición ante un notario o ante cualquier persona que actúe en una condición oficial —art. 11, párrafo segundo, CHLTyR—.

Del mismo modo, en la medida en que la Ley aplicable al *trust* así lo requiriere o dispusiere, el mencionado reconocimiento conllevará, igualmente, de un modo particular, determinados efectos o consecuencias —art. 11, párrafo tercero, CHLTyR—. En primer lugar, los acreedores personales del fiduciario no podrán dirigirse contra los activos del *trust* —apartado *a*)—. En segundo lugar, los activos del *trust* no formarán parte de los bienes del fiduciario en su estado de insolvencia

o de declaración de concurso —apartado *b*)—. En tercer lugar, los activos del *trust* tampoco formarán parte del patrimonio conyugal del fiduciario o de su cónyuge, al igual que no integrarán los bienes relictos del fiduciario a su fallecimiento —apartado *c*)—. Por último, los activos del *trust* podrán ser recuperados en el caso de que el fiduciario, en incumplimiento del *trust*, hubiere confundido los activos de éste con su propio patrimonio o hubiere enajenado tales activos. No obstante, los derechos y obligaciones de cualquier tercero que detentare los activos quedarán sujetos a la Ley o al Ordenamiento determinados por la elección de las normas legales del foro —apartado *d*)—.

De otra parte, en el caso del que el fiduciario desee registrar activos —mobiliarios o inmobiliarios— o documentos cartulares de ellos —títulos—, se hallará facultado —en la medida en que ello no resultare prohibido o fuere incompatible con la legislación del Estado donde se pretendiere realizar el registro— a llevarlo a cabo en su condición de fiduciario o de tal otro modo que la existencia del *trust* fuere revelada —art. 12 CHLTyR—.

Por lo que respecta a la obligatoriedad de reconocimiento del *trust*, cabría señalar que ningún Estado se halla obligado a reconocer un *trust* cuyos elementos significativos —a excepción de la elección de la Ley aplicable, del lugar de administración y de la residencia habitual del fiduciario— se hallaren más estrechamente vinculados con los Estados que no conocieren la institución del *trust* o la categoría de *trust* específica —art. 13 CHLTyR—.

Finalmente, en este orden de cosas, el Convenio recoge una declaración general, reconociendo su carácter *de minimis* y estableciendo que no impedirá la aplicación de disposiciones legales más favorables para el reconocimiento de los *trusts* —art. 14 CHLTyR—.

b.4) Régimen general de aplicación del Convenio

El Convenio establece, como postulado genérico, que no obstaculizará la aplicación de las disposiciones legales determinadas por las normas de conflicto del foro, en la medida en que tales disposiciones no fueren expresamente excluidas por un acto voluntario —art. 15, párrafo primero, CHLTyR—. Las citadas disposiciones legales pueden versar, en particular, sobre materias como la protección de los menores y la incapacidad de las partes —apartado *a*)—; los efectos personales y patrimoniales del matrimonio —apartado *b*)—; los derechos sucesorios —testados o intestados—, especialmente la reserva —apartado *c*)—; la transmisión de la propiedad y de las garantías reales —apartado *d*)—; la protección de los acreedores en materia de insolvencia —apartado *e*)—, y la protección, a otro respecto, de terceros que actúen de buena fe —apartado *f*)—.

Ahora bien, en el caso de que la aplicación de las disposiciones legales referentes a las antedichas materias imposibilitare el reconocimiento del *trust*, el Juez tratará de dotar de eficacia a los objetivos del *trust* mediante otros medios jurídicos —art. 15, párrafo segundo, CHLTyR—.

Asimismo, el Convenio no se opondrá a la aplicación de las disposiciones de la Ley del foro que hubieren de ser aplicadas incluso a supuestos internacionales, con independencia todo ello de la Ley que fuere designada como reguladora en virtud de la aplicación de las normas de conflicto. De igual modo, en el caso de que otro Estado tuviere una vinculación lo suficientemente estrecha con el caso, podría, de un modo excepcional, darse el mismo efecto a las normas del Estado en cuestión. Ahora bien, podrá excluirse la aplicación de esta última medida cuando cualquier Estado contratante o firmante así lo manifestare mediante la vía de reserva —art. 16 CHLTyR—.

De una forma paralela, el Convenio establece dos supuestos de posible exclusión de su aplicación; así, de una parte, sus disposiciones podrán no ser atendidas y seguidas cuando la aplicación de las mismas pudiere ser manifiestamente incompatible con el orden público —art. 18 CHLTyR—; de otra parte, ningún contenido del Convenio perjudicará ni atentará contra la potestad que los Estados tuvieren en materia fiscal —art. 19 CHLTyR—.

Por lo que respecta a los Estados firmantes, cualquiera de ellos podrá, en todo momento, declarar que las disposiciones del Convenio se extiendan a los *trusts* declarados o reconocidos judicialmente —art. 20 CHLTyR—⁶⁵. Asimismo, cualquier Estado firmante puede reservarse el derecho de aplicar las disposiciones del Régimen General de Aplicación del Convenio —Capítulo III del CHLTyR— únicamente a los *trusts* cuya validez fuere regida o gobernada por la Ley del Estado firmante —art. 21 CHLTyR—.

En lo concerniente al objeto de aplicación, el Convenio se aplica a los *trusts*, con independencia de la fecha en que los mismos se hubieren constituido. No obstante, un Estado firmante podrá reservarse el derecho de no aplicar el Convenio a los *trusts* creados con anterioridad a la fecha en que, con respecto del Estado en cuestión, el Convenio hubiere entrado en vigor —art. 22 CHLTyR—.

Por último, el Convenio recoge el principio de no injerencia o de autoexclusión, por cuanto que prevé que no derogará ni afectará a otros instrumentos internacionales —respecto de los cuales el Estado firmante fuere o llegare a ser parte—, que contuvieren disposiciones sobre las materias reguladas por dicho Convenio —art. 25 CHLTyR—.

⁶⁵ A este respecto, se establece que la declaración judicial en cuestión habrá de notificarse al Ministro de Asuntos Exteriores del Reino de Holanda y entrará en vigor el día en que se recibiere la notificación —art. 20 CHLTyR—.

c) *Derecho nacional*

El régimen de la fiducia ha recibido un tratamiento doctrinal sustancial⁶⁶ y una profunda elaboración jurisprudencial⁶⁷, de la cual, fundamentalmente, adoptare-

⁶⁶ M. ALBADALEJO GARCÍA, «El llamado negocio fiduciario es simplemente un negocio simulado relativamente», *Actualidad Civil*, Madrid, 1993, pp. 663 ss.; P. CLARET MARTÍ, *De la fiducia y del trust: Estudio de Derecho comparado*, Barcelona, 1946; F. DE CASTRO Y BRAVO, «El negocio fiduciario», *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Madrid, 1972, pp. 29 ss.; ÍDEM, *El negocio jurídico*, Madrid, 1985, pp. 435 ss.; C. FUENTESECA, *El negocio fiduciario en la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Barcelona, 1997; J. GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, *Negocios fiduciarios en Derecho mercantil*, Madrid, 1981; N. GINÉS CASTELLET, *El negocio fiduciario de garantía: recepción y evolución de su teoría en Derecho español*, Barcelona, 1996; J. B. JORDANO BAREA, *El negocio fiduciario*, Barcelona, 1959; F. PANTALEÓN PRIETO, «Negocio fiduciario», en *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, t. III, Madrid, pp. 4407-4409; F. REGLERO CAMPOS, «Ejecución de las garantías reales mobiliarias e interdicción del pacto comisorio», en U. NIETO CAROL y M. MUÑOZ CERVERA (coords.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, Madrid, 1996, pp. 437 ss.; B. RODRÍGUEZ-ROSADO, *Fiducia y pacto de retro en garantía*, Madrid, 1998; D. RUBINO, *El negocio jurídico indirecto*, Madrid, 1953, y A. B. VEIGA COPO, «Prenda de créditos y negocio fiduciario —venta en garantía—», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid, enero-marzo de 2003, pp. 100 ss.

⁶⁷ Sentencia del Tribunal Supremo de 28 de noviembre de 2002 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 2002/10283): «Como es sabido, dicha fiducia en su concepción general está consagrada por la jurisprudencia del TS, por todas, la Sentencia de 22 de febrero de 1995 (RJ 1995\1700): “Se está en presencia de un negocio fiduciario por el que quien recibe la titularidad de los bienes se obliga a emplear las facultades dispositivas que la adquisición le confiere en el cumplimiento de las finalidades de la fiducia. No puede integrar en su patrimonio el objeto sobre el que recae como si la titularidad fuese suya y no del fiduciante. El instrumento jurídico que se utiliza suele ser el de una compraventa ficticia que no por eso dejará de tener su causa, que se halla en la concesión de facultades dispositivas al fiduciario para alcanzar una determinada y prevista finalidad, con el riesgo inherente en estos negocios de que el fiduciario abuse de su posición jurídica y emplee aquellas facultades no en utilidad o beneficio del fiduciario...”» (Fundamento de Derecho cuarto).

Sentencia del Tribunal Supremo de 13 de febrero de 2003 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 2003/1046): «... En el negocio fiduciario existe una divergencia entre el fin económico perseguido y el medio jurídico empleado, de manera que las partes se proponen obtener un efecto distinto y más restringido del que es propio del medio jurídico puesto en juego [SSTS de 5 de abril de 1993 (RJ 1993\2791), 7 de marzo de 1990 (RJ 1990\1674), 28 de octubre de 1988 (RJ 1988\7746)], cuya naturaleza y efectos —del negocio fiduciario—, puesta de manifiesto por la jurisprudencia, responde a la tesis del doble efecto, procedente de la doctrina alemana: negocio de naturaleza compleja, producto de dos contratos independientes, real el uno, con transmisión plena del dominio, eficaz frente a todos; obligacional el otro, válido entre las partes, por el que el adquirente había de actuar sujeto a lo convenido de forma que no impidiera el rescate de los bienes por el transmitente; si bien es de advertir que el Tribunal Supremo, que aplicó en muy pocos casos, como en la S. de 18 de febrero de 1965 (RJ 1965\882), esa doctrina con los enérgicos efectos que de ella lógicamente derivan, ha evolucionado en un sentido que viene a descartar aquella concepción de la fiducia que, en sistema, como el de nuestro Ordenamiento jurídico, resulta de difícil adecuación dada la relevancia de la causa en los contratos, de forma que se ha llegado, no sin críticas de orden conceptual, a entender que el fiduciario ostenta sobre los bienes una titularidad formal, o una titularidad que se califica de fiduciaria o de dominio impropio, como si se produjera una especie de división del dominio en una parte formal y otra material, conservando el fiduciante la titularidad real y material de los bienes, quedando aquella formal del fiduciario en estricta dependencia de los pactos que la originan y con el alcance de ellos derivado. Abundante doctrina jurisprudencial reitera que en el negocio fiduciario se transmite una titularidad formal y aparente, válida y eficaz frente a terceros de buena fe y por título oneroso (...) con una limitada eficacia que no puede oponerse al fiduciante por no haberse producido una verdadera transmisión del dominio [SS. de 28

mos, en primer lugar, la definición de dicho instituto jurídico, entendiéndose que «el negocio fiduciario consiste en la atribución patrimonial que uno de los contratantes, llamado fiduciante, realiza a favor de otro, llamado fiduciario, para que éste utilice la cosa o derecho adquirido, mediante la referida asignación, para la finalidad que ambos pactaron, con la obligación de retransmitirlos al fiduciante o a un tercero cuando se hubiera cumplido la finalidad prevista»⁶⁸. A su vez, en la definición de la fiducia se han puesto de relieve los dos contratos que convergen en la misma, conceptuándose como «aquel convenio anómalo en el que concurren dos contratos independientes, uno, real, de transmisión plena del dominio, eficaz *erga omnes*, y otro obligacional, válido *inter partes*, destinado a compeler al adquirente a actuar de forma que no impida el rescate de los bienes cuando se dé el supuesto obligacional pactado»⁶⁹.

Asimismo, resulta especialmente significativa y decisiva la conjugación del efecto formal con la tutela de los terceros de buena fe⁷⁰. Ello no obstante, se ha de atender al uso o finalidad al que se proyecta el empleo del presente instituto jurídico, deviniendo un medio o mecanismo indirecto de consecución de fines contemplados en el Ordenamiento jurídico bajo la tutela de otra figura jurídica⁷¹. Ahora bien, a

de diciembre de 1973 (RJ 1973\4984), 2 de junio de 1982 (RJ 1982\3402), 9 de octubre de 1987 (RJ 1987\6769), 8 de marzo de 1988 (RJ 1988\1607), 19 de marzo de 1989, 5 de julio de 1989, 30 de enero de 1991 (RJ 1991\349), 30 de abril de 1992 (RJ 1992\4474), 5 de julio de 1993 (RJ 1993\5794), etc.], de tal modo que, aunque eficaz frente a esos terceros de buena fe y por título oneroso, entre las partes obliga a reconocer la titularidad real que conserva el fiduciante (SS. de 9 de octubre de 1987 y 8 de marzo de 1988), pues entre ellos no puede prevalecer la apariencia creada por el negocio directo [S. de 19 de mayo de 1989 (RJ 1989\3780)]. Asimismo, y desde otro punto de vista, también la jurisprudencia ha tenido ocasión de diferenciar el negocio simulado —en su especie de simulación absoluta o carente de causa— y la *fiducia cum amico*, ya que: 1) el simulado es un negocio ficticio, no real, mientras el fiduciario es un negocio serio, querido con todas las consecuencias jurídicas; 2) el simulado es un negocio simple, mientras que el otro es complejo; 3) el simulado es absolutamente nulo, sin llevar consigo transferencia alguna de derechos, y el fiduciario es válido [STS de 28 de octubre de 1988 (RJ 1988\7746)]; 4) el negocio simulado carece de causa, por lo que lo hace radicalmente nulo, mientras que el fiduciario lleva insita la *causa fiduciae* (STS de 30 de enero de 1991)» (Fundamento de Derecho quinto).

⁶⁸ Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de marzo de 2001 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 2001/3972), Fundamento de Derecho séptimo.

⁶⁹ Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de junio de 2002 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 2002/4875), Fundamento de Derecho segundo. En igual sentido, cabe citar las Sentencias de 9 de diciembre de 1981 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 1981/5153); 19 de junio de 1997 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 1997/5418) y 16 de noviembre de 1999 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 1981/8612).

⁷⁰ Sentencia del Tribunal Supremo de 17 de septiembre de 2003:

«Se trata con ella de garantizar al acreedor el cumplimiento de una obligación mediante la puesta a su nombre de la titularidad de un bien, con la obligación de retransmitir la misma una vez satisfecha dicha obligación. El negocio fiduciario, a los efectos que interesan en este recurso, no transmite más que formalmente la propiedad al acreedor, pero para los terceros de buena fe existe una transmisión real, no han de sufrir las consecuencias de unos pactos internos sobre la auténtica finalidad de aquella transmisión que desconozcan [Sentencias de 15 de junio de 1999 (RJ 1999\4474), 17 de julio (RJ 2001\6860) y 5 de diciembre de 2001 (RJ 2001\9934), entre otras]» (Fundamento de Derecho cuarto).

⁷¹ Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de julio de 2003 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 2001/4462):

«La referida STS de 7 de marzo de 1990 contiene la siguiente argumentación: “(...) pues hallándonos, como nos hallamos, en este supuesto litigioso en presencia de un claro y evidente negocio fiduciario, en su concreta modalidad de *fiducia cum creditore*, la reiterada y uniforme doctrina de esta Sala [Sentencias de 21 de marzo de 1969 (RJ 1969\1520), 4 de abril de 1972 (RJ 1972\1576), 3 de mayo de

este respecto se hace imprescindible, en todo caso, su diferenciación de los negocios simulados⁷² y de los negocios ficticios⁷³.

1976 (RJ 1976\1988), 19 de mayo (RJ 1982\2580) y 2 de junio de 1982 (RJ 1982\3402), 6 de abril de 1987 (RJ 1987\2494), 25 de febrero (RJ 1988\1305) y 8 de marzo de 1988 (RJ 1988\1607), entre otras] admite la validez y eficacia de dicha figura negocial, caracterizada por el uso de un medio indirecto y fuera de los cuadros típicos de la Ley para obtener un resultado que pudo ser logrado por la vía directa del préstamo con afianzamiento previsto en el Ordenamiento jurídico, y cuya esencia consiste en un negocio jurídico en virtud del cual una persona (fiduciante) transmite en plena propiedad un determinado bien o derecho a otra distinta (fiduciario) para garantizarle el pago de una deuda, con la obligación por parte de ésta de transmitirlo a su anterior propietario cuando la obligación garantizada se haya cumplido (*pactum fiduciae*), sin que, por tanto, pueda motejarse de contrato ficticio, aparente o simulado o disimulado, sino real y existente y querido por las partes contratantes, que lo elaboran mediante un acto formal mixto e integrado por dos independientes, pero de finalidad unitaria, uno de naturaleza real, por la que se transmite el dominio, y otro de carácter obligacional que constriñe a la devolución de lo adquirido para cuando la obligación crediticia, que el primero asegura, se haya saldado, constituyéndose en su conjunto en un contrato causal, conforme al artículo 1.274 del Código Civil, y si bien la doctrina más reciente se aparta de la teoría del doble efecto (real y obligacional) en el contrato fiduciario e incluso prescinde de la sustantividad de la *causa fiduciae* como comprendida en el artículo 1.274 del Código Civil, no puede tildarse el negocio fiduciario de ficticio o simulado, por lo que la titularidad fiduciaria o propiedad formal habrá de desplegar su eficacia conforme a lo convenido y el fiduciante respetar la situación anómala creada (arts. 1.255 y 1.286 del Código Civil), lo que determina la validez entre las partes de la venta en garantía, en cuanto fue elemento determinante de la concesión del préstamo, cuya extinción por pago arrastrará sin duda la titularidad del fiduciario, pero, en tanto no se produzca el cumplimiento, le asistirá un *ius o titulus retinendi*, y si el cumplimiento no llega a producirse dentro del plazo para ello estipulado expresamente, consolidará el pleno dominio a su favor, siempre que no existan otros obstáculos, al margen del propio negocio fiduciario, que impidan el contrato, a través del cual fue instrumentado, desplegar la referida virtualidad transmisiva del dominio...» (Fundamento de Derecho segundo).

⁷² Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de septiembre de 2002 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 2001/8558):

«... procede subrayar la declaración contenida en sentencia de esta Sala de 28 de octubre de 1988 (RJ 1988\7746), en el sentido de que no obstante las dificultades que, en ocasiones, surgen para diferenciar los negocios fiduciarios de los simulados, cabe conceptuar a los primeros, como aquellos en que existe una divergencia entre el fin económico perseguido y el medio jurídico empleado, de manera que las partes se proponen obtener un efecto distinto y más restringido del que es propio del medio jurídico puesto en juego; y a los segundos, como aquellos otros en que concurren una declaración de voluntad no real, emitida conscientemente y con acuerdo de las partes para producir, con fines de engaño, la apariencia de un negocio inexistente o distinto del verdaderamente realizado. Partiendo del concepto indicado, es dable establecer como diferencias esenciales entre ambas clases de negocio las siguientes:

a) el simulado es un negocio ficticio, no real, aunque en algún caso puede ocultar uno verdadero; el fiduciario es un negocio serio, querido con todas sus consecuencias jurídicas, aun sirviendo a finalidad económica distinta de lo normal;

b) el simulado es un negocio simple, mientras que el otro es complejo, al resultar de la combinación de dos negocios distintos, y,

c) el simulado es absolutamente nulo, sin llevar consigo transcendencia alguna de derecho, y el fiduciario es válido» (Fundamento de Derecho tercero).

⁷³ Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de junio de 2002 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 2002/4875):

«Reconocida ya por la Sentencia de 25 de mayo de 1944 (RJ 1944\800) la validez de los negocios fiduciarios cuando no envuelven fraude de ley, la de 28 de enero de 1946 (RJ 1946\111) pone de relieve las consecuencias que dimanar de la naturaleza fiduciaria de un negocio del que “no puede decirse que se trate de un negocio ficticio, puesto que se quiso y se concertó con todas sus consecuencias, ni de un negocio simple, como es la simulación, puesto que en su esencia se componía de dos diferentes: uno de transferencia y otro de garantía (contrato obligatorio negativo, según la doctrina más autorizada), ni, por tanto, le conviene un pronunciamiento de nulidad porque precisamente la fiducia, en la hipótesis típica de que la transferencia irrevocable esté condicionada por la obligación del fiduciario de usar

En todo caso, la jurisprudencia ha delimitado perfectamente la configuración jurídica de la fiducia, resultando emblemática a tal respecto la Sentencia del Tribunal Supremo, de 26 de abril de 2001, por cuanto que recoge la naturaleza, los efectos y el régimen de responsabilidad dimanante de su incumplimiento⁷⁴.

En este orden de cosas, resulta igualmente determinante la tutela de la que se dota a la fiducia, incluso frente a las inscripciones registrales, las cuales solamente gozan de una presunción *iuris tantum*⁷⁵. Pues bien, en una aplicación *mutatis mutandis* de la citada Sentencia a la materia propia del *nominee*, tal principio tutor hallaría su refrendo, principalmente, en los artículos 11 y 9 LMV y 15 («Legitimación registral») y 12 («Transmisión»), respectivamente, 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 (RDRVACyCLOB). De acuerdo con tales preceptos, la persona que apareciere legitimada en los asientos del registro contable *se presumirá* titular legítimo, al tiempo que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.

de su derecho dentro de los límites convenidos, pone al descubierto la intención de las partes y muestra la imposibilidad de impugnar por simulación un negocio que jurídicamente no puede calificarse de simulado» (Fundamento de Derecho segundo).

⁷⁴ Sentencia del Tribunal Supremo de 26 de abril de 2001 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 2001/2037): «Las líneas maestras de la configuración de esta figura jurídica (...) en la doctrina jurisprudencial pueden resumirse así:

1.º La transmisión en garantía es un negocio fiduciario, del tipo de la fiducia *cum creditore*. El fiduciante transmite la propiedad formal con el riesgo de que al adquirirla el fiduciario y figurar como tal frente a terceros, pueda éste vulnerar el pacto de fiducia transmitiéndola a su vez, estando los adquirentes del fiduciario protegidos en su adquisición en virtud de la eficacia de la apariencia jurídica, que protege las adquisiciones a título oneroso y de buena fe de quien en realidad no es propietario.

2.º El fiduciante transmite al fiduciario la propiedad formal del objeto o bien sobre el que recae el pacto fiduciario, con la finalidad de apartarlo de su disponibilidad y así asegura al fiduciario que lo tendrá sujeto a la satisfacción forzosa de la obligación para cuya seguridad se estableció el negocio fiduciario.

3.º El fiduciario no se hace dueño real del objeto transmitido, salvo el juego del principio de la apariencia jurídica, sino que ha de devolverlo al fiduciante una vez cumplidas las finalidades perseguidas con la fiducia. El pacto fiduciario lleva consigo esa retransmisión.

4.º La falta de cumplimiento por el fiduciante de la obligación garantizada no convierte al fiduciario en propietario del objeto dado en garantía; la transmisión de la propiedad con este fin no es una compraventa sujeta a la condición del pago de la obligación.

5.º El fiduciario, caso de impago de la obligación garantizada, ha de proceder contra el fiduciante como cualquier acreedor, teniendo la ventaja de que cuenta ya con un bien seguro con el que satisfacerse, pero sin que ello signifique que tiene acción real contra el mismo.

6.º La transmisión de la propiedad con fines de seguridad o “venta en garantía” es un negocio jurídico en que por modo indirecto, generalmente a través de una compraventa simulada, se persigue una finalidad lícita, cual es la de asegurar el cumplimiento de una obligación, y no pueda pretenderse otra ilícita, como la de que, en caso de impago de la obligación, el fiduciario adquiera la propiedad de la cosa, pues se vulneraría la prohibición del pacto comisorio, revelándose la “venta en garantía” como un negocio en fraude de ley (art. 6.4.º CC)» (Fundamento de Derecho tercero).

⁷⁵ Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de marzo de 2001 (Sala de lo Civil, ref. Ar. 2001/3972):

«La existencia del pacto fiduciario no se desvirtúa por la inscripción registral a nombre de don Gerardo T. A., que, a tenor del artículo 38 de la Ley Hipotecaria, sólo tiene el valor de presunción *iuris tantum* y, por consiguiente, es neutralizable mediante prueba en contrario». (Fundamento de Derecho noveno).

4. Constitución de garantía o pignoración del *nominee*

a) *Consideraciones preliminares*

El régimen común que rige prácticamente en todos los Ordenamientos jurídicos en cuanto regulador de las garantías sobre instrumentos financieros en las operaciones internacionales es el de la *lex rei sitae*, conocida, asimismo, como *lex cartae sitae* o *lex situs*. A este respecto, con relación a los valores emitidos en forma de título, la *lex rei sitae* resulta fácilmente identificable como la Ley del lugar donde el título se hallare físicamente. Ahora bien, en los supuestos en que los instrumentos financieros no se entregaren a los inversores, la determinación de la ley reguladora resulta más difícil, por cuanto que para los mismos existe solamente una inscripción llevada a cabo por la Sociedad emisora en el correspondiente registro contable —arts. 6, 7 y 8 LMV—. En los mencionados casos se plantean diferentes cuestiones; así, de una parte, surge el problema de la determinación de la naturaleza misma de tal hecho, en cuanto a si constituye un objeto, un derecho de crédito, un bien inmaterial o un derecho diferente al de crédito; de otra parte, se debate sobre la posibilidad de localizar el citado hecho y si tal ubicación o *situs* puede identificarse con el lugar en que tuviere su domicilio social la Sociedad emisora o, por el contrario, con el lugar donde se hallare el correspondiente registro contable.

En tal sentido, cabría señalar que la determinación de la *lex rei sitae* resulta más compleja y constituye objeto de profundos debates en los casos de garantías constituidas sobre valores emitidos en forma desmaterializada e instalados en sistemas de depósito o de gestión centralizada —*indirectly-held securities*—. En tales hipótesis, el gestor del sistema se halla en posesión de la *chartula*, normalmente bajo la forma de certificado cumulativo o conjunto —en cuyo caso se concibe como una inmovilización o desmaterialización de la circulación— y, con respecto de cada emisor cuyos instrumentos financieros se hallen incorporados al sistema, dispone de la “cuenta”, que mantiene la evidencia separada del montante global de cada emisión —en cuyo caso se concibe como una desmaterialización total—.

En este orden de cosas, cabe constatar que la determinación de la ley aplicable a la pignoración sobre instrumentos financieros en gestión centralizada ha generado una gran inseguridad jurídica en las relaciones internacionales de los Mercados de Valores, habiendo suscitado, igualmente, la regulación por parte de determinados Estados y organismos internacionales⁷⁶. Así, con carácter general, cabría señalar que el legislador, tanto comunitario como nacional, ha obviado la delimitación del campo de actuación de las normas con respecto a las garantías sobre títulos sin

⁷⁶ Vid., al respecto, BÉLGICA, *Arrêté Royal N. 62, du 10 Novembre 1967 favorisant la circulation des valeurs mobilières, modifié par la Loi du 7 Avril 1995*, y LUXEMBURGO, *Règlement Grand-Ducal du 17 Février 1971 concernant la circulation des valeurs mobilières, modifié par Règlement Grand-Ducal du 8 Juin 1994, Règlement Grand-Ducal du 7 Juin 1996 et par la Loi du 3 Septembre 1996*.

Asimismo, habrían de mencionarse la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre Acuerdos de Garantía Financiera —DAGF— (DOCE, núm. L-168, 27 de junio de 2002), y el Convenio de La Haya.

transmisión de la propiedad. El *criterio Prima* —*Place of the Relevant Intermediary Approach*— se aplica, consiguientemente, también a la pignoración irregular de títulos, a las operaciones al contado contra plazo y a las *proprietary dispositions* del Derecho foráneo, distintas de los *repurchase agreements* y de los *sell-buy arrangements*, que, por no constituir garantías en el sentido técnico del término, prevén la transmisión de la propiedad de los instrumentos financieros —como, por ejemplo, los *outright transfer*—, también en función de garantía ⁷⁷.

b) *Régimen de Derecho comunitario. Los acuerdos de garantía financiera*

La Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre Acuerdos de Garantía Financiera —DAGF— ⁷⁸, considera determinante e imprescindible establecer un régimen comunitario para la aportación de valores o de efectivo como garantía, tanto en los sistemas de garantías como en los de transferencia de títulos, e incluso en los acuerdos de venta con pacto de recompra, conocidos como “repos”. Pues bien, con la finalidad de contribuir a la integración y rentabilidad del Mercado Financiero y a la estabilidad del sistema financiero de la Unión Europea, la Directiva delimita su ámbito de actuación, centrándose en los acuerdos bilaterales de garantía financiera —Considerando 3—.

⁷⁷ En este orden de cosas puede señalarse que cabría hallar similares disposiciones en contratos de Derecho extranjero ampliamente difundidos en la práctica financiera internacional, tales como *International Swaps and Derivatives Association* —ISDA—, *Credit Support Annex (Transfer Versión-1995)*, *PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement*, *Overseas Securities Lender's Agreement (December 1995)* y *European Master Agreement for Financial Transactions* —EMA— (*January 2001 Edition*).

⁷⁸ DOCE, núm. L-168, de 27 de junio de 2002. Esta fecha constituye, asimismo, la de su entrada en vigor —art. 12 DAGF—, si bien como fecha máxima o límite de transposición se establece el día 27 de diciembre de 2003 —art. 11, párrafo primero, DAGF—. A este respecto, cabe señalar que, a la fecha de redacción del presente trabajo —noviembre de 2003—, ninguno de los Estados miembros había notificado a la Comisión la adopción de las correspondientes disposiciones de transposición de la Directiva.

La citada Directiva se circunscribe a un contexto legal constituido por la Directiva 98/26/CE —DFLSPyLV—; la Directiva 2001/24/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito —DSLEC— (DOCE, núm. L-125, de 5 de mayo de 2001); la Directiva 2001/17/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de marzo de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las compañías de seguros —DSLCS— (DOCE, núm. L-110, de 20 de abril de 2001), y el Reglamento (CE) núm. 1346/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000, sobre procedimientos de insolvencia —RPI— (DOCE, núm. L-160, de 30 de junio de 2000). Así pues, ubicado en el citado marco normativo, la Directiva complementa los aspectos legales de las restantes normas comunitarias, tratando nuevas cuestiones y desarrollando de un modo más amplio otras ya abordadas por las citadas normas —Considerando 4—.

b.1) Determinación objetiva y ámbito de aplicación

El régimen de la Directiva 2002/47/CE —DAGF— se aplica a los acuerdos de garantía financiera que cumplieren los requisitos de los apartados 2⁷⁹ y 5⁸⁰ y a

⁷⁹ Artículo 1, «Objeto y ámbito de aplicación», DAGF:

«2. Tanto el beneficiario como el garante deberán estar incluidos en una de las categorías siguientes:

a) una autoridad pública [excluyendo a las empresas con garantía pública salvo que correspondan a las categorías b) a e)] incluidos:

i) organismos públicos de los Estados miembros encargados de la gestión de deuda pública o que intervengan en dicha gestión, y

ii) organismos públicos de los Estados miembros facultados para mantener cuentas de clientes;

b) un Banco Central, el Banco Central Europeo, el Banco de Pagos Internacionales, un banco multilateral de desarrollo, conforme se define en el punto 19 del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio [DOCE, núm. L-126, de 26 de mayo de 2000; Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2000/28/CE (DOCE, núm. L-275, de 27 de octubre de 2000)], el Fondo Monetario Internacional y el Banco Europeo de Inversiones;

c) una Entidad Financiera bajo supervisión prudencial, incluidas:

i) las Entidades de Crédito conforme se definen en el punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE, incluidas las entidades enumeradas en el apartado 3 del artículo 2 de la citada Directiva;

ii) las Sociedades de Inversión según se definen en el punto 2 del artículo 1 de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables [DOCE, núm. L-141, de 11 de junio de 1993; Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2000/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DOCE, núm. L-290, de 17 de noviembre de 2000)];

iii) las Entidades Financieras conforme se definen en el punto 5 del artículo 1 de la Directiva 2000/12/CE;

iv) las Empresas de Seguros conforme se definen en la letra a) del artículo 1 de la Directiva 92/49/CEE del Consejo, de 18 de junio de 1992, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo distinto del seguro de vida (DOCE, núm. L-228, de 11 de agosto de 1992; Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2000/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo) y las empresas de seguros de vida según la definición de la letra a) del artículo 1 de la Directiva 92/96/CEE del Consejo, de 10 de noviembre de 1992, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo de vida (DOCE, núm. L-360, de 9 de diciembre de 1992; Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2000/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo);

v) un Organismo de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) conforme se define en el apartado 2 del artículo 1 de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM) [DOCE, núm. L-375, de 31 de diciembre de 1985; Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DOCE, núm. L-41, de 13 de febrero de 2002)];

vi) una Sociedad Gestora conforme se define en el apartado 2 del artículo 1 bis de la Directiva 85/611/CEE;

d) una contraparte central, un agente de liquidación o una cámara de compensación, conforme se definen, respectivamente, en las letras c), d) y e) del artículo 2 de la Directiva 98/26/CE, incluidas las instituciones similares reguladas por el Derecho nacional que actúen en los mercados de futuros, opciones y derivados en la medida en que no estén reguladas por dicha Directiva, y una persona distinta de una persona física que actúe en calidad de fiduciario o representante en nombre de una o varias personas, incluidos obligacionistas o titulares de deuda titulizada o instituciones de las que se definen en las letras a) a d);

las garantías financieras prestadas de conformidad con lo dispuesto en los apartados 4⁸¹ y 5 del artículo 1 —art. 1.1 DAGF—⁸². Ello no obstante, el análisis de la Directiva en cuestión se llevará a cabo en función de los criterios y principios materiales que configuran el presente trabajo.

En este orden de cosas, con carácter previo a delimitar el mencionado ámbito de aplicación, se ha de proceder a precisar la definición de ciertos conceptos empleados por la citada norma. Así, en primer lugar, habría de definirse la acepción de “acuerdo de garantía financiera”, tanto en la citada modalidad básica como en las específicas de “acuerdo de garantía financiera con cambio de titularidad” y “acuerdo de garantía financiera prendaria”. Por lo que respecta al “acuerdo de garantía financiera”, se entiende que es todo acuerdo de garantía financiera con cambio de titularidad o todo acuerdo de garantía financiera prendaria, independientemente de que el acuerdo estuviere o no cubierto por un “acuerdo marco” o unas “condiciones generales” —art. 2.1.a) DAGF—. De otra parte, el “acuerdo de garantía financiera con cambio de titularidad” es un acuerdo —incluidos los pactos de recompra— en virtud del cual un garante transfiere la plena propiedad de una garantía financiera a un beneficiario, a efectos de garantizar o dar otro tipo de cobertura a las obligaciones financieras principales —art. 2.1.b) DAGF—⁸³. Por último, el “acuerdo de garantía financiera prendaria” constituye un acuerdo en virtud del cual el garante

e) una persona distinta de una persona física, incluidas las entidades colectivas sin forma societaria, siempre que la otra parte sea una institución de las que se definen en las letras *a)* a *d)*».

⁸⁰ Artículo 1, «Objeto y ámbito de aplicación», DAGF:

«5. La presente Directiva se aplicará a las garantías financieras una vez que éstas se hayan prestado y exista constancia de ello por escrito.

La prueba de la prestación de una garantía financiera deberá permitir la identificación de la garantía a que se refiere. Para ello, basta probar que la garantía financiera por anotación de valores ha sido abonada o constituye un crédito en la cuenta principal y que la garantía en efectivo se ha abonado o constituye un crédito en la cuenta designada al efecto.

La presente Directiva se aplicará a los acuerdos de garantía financiera cuya existencia pueda acreditarse por escrito o de manera legalmente equivalente».

⁸¹ Artículo 1, «Objeto y ámbito de aplicación», DAGF:

«4. (...)

a) La garantía financiera que se aporte debe consistir en efectivo o en instrumentos financieros.

b) Los Estados miembros podrán excluir del ámbito de aplicación de la presente Directiva las garantías financieras consistentes en acciones propias del garante, acciones del garante en empresas filiales en el sentido de la séptima Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa a las Cuentas Consolidadas [DOCE, núm. L-193, de 18 de julio de 1983; Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2001/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DOCE, núm. L-283, de 27 de octubre de 2001)], y acciones del garante en empresas cuyo único fin sea poseer medios de producción esenciales para la actividad del garante o poseer bienes raíces».

⁸² *Vid.*, en esta materia, F. ANNUNZIATA, «Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla Convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (Directiva 2002/47/CE)», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, Milano, marzo-abril de 2003, pp. 177-223.

⁸³ En este supuesto concreto de acuerdo de garantía financiera, la Directiva exige a los Estados miembros que garanticen que dicho acuerdo se aplique conforme a los estrictos términos en los que se estableciere. Asimismo, se contempla la posibilidad de que la obligación del beneficiario de transferir una garantía equivalente en virtud de un acuerdo de garantía financiera con cambio de titularidad pueda ser objeto de una cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente, en el caso de que se produjere un supuesto de ejecución, hallándose aún pendiente la citada obligación del beneficiario —art. 6 DAGF—.

presta una garantía financiera en forma de título prendario a un beneficiario o en su favor, conservando el garante la plena propiedad de la garantía financiera en el momento de establecerse el derecho sobre la garantía —art. 2.1.c) DAGF—.

Ahora bien, en *sedes materiae* de la regulación jurídica del *nominee* se han de destacar dos nuevos conceptos cuyo examen resulta medular, por cuanto que constituyen el substrato de las diversas figuras de garantía que se pudieren constituir sobre el citado instituto jurídico. Así, de una parte, se hallaría el concepto de “garantía prendaria de anotaciones en cuenta”, la cual resulta ser una garantía financiera que, en virtud de un acuerdo de garantía financiera, está constituida por instrumentos financieros⁸⁴, cuya titularidad está legitimada por anotaciones en un registro o cuenta⁸⁵, mantenidos por un intermediario o en nombre suyo —art. 2.1.g) DAGF—. De otra parte, la figura de la “garantía equivalente” contempla dos modalidades. En primer lugar, en “el supuesto” de tratarse de un caso de efectivo⁸⁶, dicha garantía comprendería el pago de un importe idéntico y en la misma divisa —art. 2.1.i)-i) DAGF—. En segundo lugar, en el supuesto de que se tratase de instrumentos financieros, la citada “garantía equivalente” consistiría en otros instrumentos financieros del mismo emisor o deudor, que formaren parte de la misma emisión o categoría y del mismo importe nominal, divisa y descripción, o, en el caso de que un acuerdo de garantía financiera previera la transferencia de otros activos por haberse producido un hecho que afectare a los instrumentos financieros que constituyeren la garantía financiera, tales otros activos —art. 2.1.i)-ii) DAGF—.

⁸⁴ A este respecto, el concepto de “instrumento financiero” resulta especialmente relevante y trascendente en la materia que se analiza, máxime si se tiene presente el amplio sentido en el que está redactado, habiéndose de prestar una especial atención a la *cláusula abierta* que contempla su previsión *in fine*.

Artículo 2, «Definiciones», DAGF:

«1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

(...)

e) “Instrumentos financieros”: Participaciones en sociedades y otros títulos equivalentes a participaciones en sociedades, bonos y otras formas de instrumentos de deuda, si éstos son negociables en el mercado de capitales, y los demás valores normalmente negociados que dan derecho a adquirir tales participaciones, bonos y demás valores mediante suscripción, compra o intercambio, o que dan lugar a una liquidación en efectivo (excluidos los instrumentos de pago), con inclusión de las participaciones en organismos de inversión colectiva, instrumentos del mercado monetario y créditos en relación con cualquiera de estos elementos y todo derecho directo o indirecto sobre los mismos».

⁸⁵ Artículo 2, «Definiciones», DAGF:

«1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

(...)

h) “Cuenta principal”: En caso de garantía prendaria de anotaciones en cuenta sujeta a un acuerdo de garantía financiera, el registro o cuenta —que puede estar mantenido por el beneficiario de la garantía— en que se efectúan las anotaciones por las cuales se presta al beneficiario dicha garantía prendaria de anotaciones en cuenta».

⁸⁶ Artículo 2, «Definiciones», DAGF:

«1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

(...)

d) “Efectivo”: Dinero abonado en cuenta en cualquier divisa, o derecho similar a la devolución de dinero, como las cuentas de depósito del mercado de dinero».

b.2) Disposición o utilización de la garantía financiera cubierta por un acuerdo de garantía financiera prendaria

Esta materia constituye un derecho establecido en favor del beneficiario de la garantía, consistente en la posibilidad de utilización de una garantía financiera prestada⁸⁷ en virtud de un acuerdo de garantía financiera prendaria⁸⁸. Ahora bien, tal derecho de disposición exige que el mismo sea expresamente estipulado por las cláusulas del acuerdo de garantía financiera prendaria. Asimismo, de verificarse tal requisito *sine qua non*, el citado derecho constituye una norma de *ius cogens* para los Estados miembros, por cuanto que éstos se hallan obligados a velar y a garantizar su ejercicio por parte del beneficiario —art. 5.1 DAGF—⁸⁹.

Pues bien, en el caso de ejercicio del derecho de utilización por parte del beneficiario, éste contrae la obligación de transferir una garantía equivalente —art. 2.1.i) DAGF— que reemplazare a la garantía financiera inicial como máximo en la fecha de cumplimiento de las obligaciones financieras principales⁹⁰ cubiertas por el acuerdo de garantía financiera prendaria —art. 5.2, párrafo primero, DAGF—. En tal caso, la garantía financiera que se transfiriere se hallará sometida al mismo acuerdo de garantía financiera prendaria que la garantía financiera inicial y recibirá idéntico tratamiento a como si hubiere sido prestada en virtud del acuerdo de garantía financiera prendaria simultáneamente a la primera prestación de la garantía financiera

⁸⁷ Artículo 2, «Definiciones», DAGF:

«2. Toda referencia de la presente Directiva a una garantía financiera “prestada” o a la prestación de garantía financiera indican la garantía financiera entregada, transferida, mantenida, registrada o designada de otro modo con objeto de que obre en poder o esté bajo el control del beneficiario o de la persona que actúe en su nombre. Los derechos de sustitución o de retirada del excedente de garantía financiera en favor del garante se entienden sin perjuicio de que la garantía financiera se haya prestado al beneficiario conforme a lo dispuesto en la presente Directiva».

⁸⁸ Artículo 2, «Definiciones», DAGF:

«1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

(...)

m) “Derecho de utilización”: El derecho del beneficiario de la garantía, en la medida en que las condiciones de un acuerdo de garantía financiera prendaria así lo permitan, de hacer uso y disponer como propietario de la garantía financiera prevista por dicho acuerdo».

⁸⁹ El citado derecho de utilización se establece tomando en consideración su facultad de aumentar la liquidez de los mercados financieros gracias a la reutilización de valores pignorados. Ello no obstante, tal reutilización ha de entenderse sin perjuicio de la regulación que presentare el Derecho nacional en materia de separación de activos y de trato discriminatorio de los acreedores —Considerando 19 DAGF—.

⁹⁰ Artículo 2, «Definiciones», DAGF:

«1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

(...)

f) “Obligaciones financieras principales”: Las obligaciones garantizadas mediante un acuerdo de garantía financiera que dan derecho a un pago en efectivo o a la entrega de instrumentos financieros.

Las obligaciones financieras principales pueden consistir total o parcialmente en:

i) Obligaciones actuales o futuras, reales, condicionales o posibles (incluidas las obligaciones procedentes de un acuerdo marco o similar).

ii) Obligaciones con respecto al beneficiario de la garantía de una persona distinta del garante.

iii) Obligaciones de una determinada categoría o clase que surjan periódicamente».

inicial —art. 5.3 DAGF—. Asimismo, en el caso de que aconteciere un supuesto de ejecución ⁹¹ hallándose pendiente el cumplimiento de la mencionada obligación, ésta podrá ser objeto de una cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente ⁹² —art. 5.5 DAGF—.

Ahora bien, en lugar de la obligación de transferir una garantía equivalente, al beneficiario se le concede, asimismo, la facultad de compensar el valor de la garantía equivalente o de utilizarlo para el cumplimiento de sus obligaciones financieras principales, siempre y cuando los términos de un acuerdo de garantía financiera prendaria así lo contemplaren expresamente —art. 5.2, párrafo segundo, DAGF—.

En todo caso, los Estados miembros habrán de garantizar que la utilización de la garantía financiera por el beneficiario no invalide los derechos de éste, ni tampoco imposibilite el ejercicio de los mismos conforme al acuerdo de garantía prendaria correspondiente a la garantía financiera transferida por el beneficiario

⁹¹ Artículo 2, «Definiciones», DAGF:

«1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

(...)

l) “Supuesto de ejecución”: Un hecho de incumplimiento o cualquier hecho similar determinado entre las partes que en caso de producirse permite al beneficiario de la garantía, en virtud del acuerdo de garantía financiera o de la ley, realizar o apropiarse de la garantía financiera, o entra en aplicación una cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente».

⁹² Artículo 2, «Definiciones», DAGF:

«1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

(...)

n) “Cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente”: Una cláusula de un acuerdo de garantía financiera, o de un acuerdo del que forma parte un acuerdo de garantía financiera o, en el caso de que no exista disposición de este tipo, cualquier norma legal por la que, de producirse un supuesto de ejecución ya sea procediendo a compensación, liquidación u otro procedimiento:

i) el vencimiento de las obligaciones de las partes se adelanta, de modo que sean ejecutables inmediatamente y se expresan como una obligación de pago de un importe que representa el cálculo de su valor actual, o bien anulan estas obligaciones y se sustituyen por la obligación de pago de un importe idéntico, y/o

ii) se tendrá en cuenta lo que cada parte deba a la otra con respecto a dichas obligaciones y la parte cuya deuda sea mayor pagará a la otra parte una suma neta global idéntica al saldo de la cuenta».

Asimismo, se ha de poner de relieve que la Directiva contempla una tutela especial respecto de la cláusula en cuestión, toda vez que exige a los Estados miembros que garanticen que la citada cláusula pueda surtir efectos conforme a sus estipulaciones, aunque se iniciaren o prosiguieren procedimientos de liquidación o medidas de aseguramiento con respecto al garante o al beneficiario, y/o pese a cualquier pretensión de afectación, embargo judicial o de otra índole, u otra disposición sobre o con respecto a los citados derechos. Igualmente, se exige a los Estados miembros que dicha cláusula no pueda supe- ditarse a ninguno de los requisitos del artículo 4.4 DAGF, salvo que las partes expresamente hubieren acordado lo contrario —art. 7 DAGF—.

En este sentido, habría que señalar que la Directiva adopta tal planteamiento en base a que considera que «las buenas prácticas de gestión del riesgo empleadas corrientemente en el mercado financiero deben protegerse permitiendo a los participantes gestionar y reducir los riesgos de crédito inherentes a operaciones financieras de todo tipo sobre una base neta, calculando la exposición actual como la suma de la estimación de los riesgos de todas las operaciones pendientes con una contraparte y compensando las partidas recíprocas para obtener una sola suma global, la cual debe compararse con el valor actual de la garantía» —Considerando 14 DAGF—.

para dar cumplimiento a la obligación que le es exigible en virtud del artículo 5.2, párrafo primero, DAGF —art. 5.4 DAGF—.

Finalmente, habría que destacar la relevancia que presenta esta materia en el seno de la Directiva, toda vez que ella misma exige a la Comisión que ésta, a más tardar el 27 de diciembre de 2006, presente al Parlamento Europeo y al Consejo un Informe sobre la aplicación de la misma y, en particular, de su artículo 5, junto con las propuestas de revisión oportunas —art. 10 DAGF—.

b.3) Ejecución de un acuerdo de garantía financiera

La Directiva remite a los Estados miembros la adopción de las medidas que tutelen que el beneficiario —de producirse un supuesto de ejecución— pueda ejecutar las garantías financieras prestadas en virtud de un acuerdo de garantía financiera prendaria y en los términos de las condiciones en él estipuladas. Ahora bien, se establecen las modalidades y medios que puede revestir la mencionada ejecución. Así, tratándose de instrumentos financieros, se llevaría a cabo mediante venta o apropiación y mediante compensación de su valor o aplicación de su valor al cumplimiento de las obligaciones financieras principales. En cambio, si se tratase de efectivo, se procedería a la compensación de su importe o a su utilización para la ejecución de las obligaciones financieras principales —art. 4.1 DAGF—.

Ello no obstante, se establece una limitación en los diferentes potenciales medios de ejecución, por cuanto que la apropiación se constriñe únicamente a los supuestos en los que se hubiere acordado entre las partes en el acuerdo de garantía financiera y a los casos en los que las partes hubieren acordado en el acuerdo de garantía financiera prendaria las modalidades de valoración de los instrumentos financieros —art. 4.2 DAGF—⁹³.

Igualmente, se ha de destacar la tutela reforzada que se prevé en favor de los medios de ejecución de la garantía financiera, puesto que —sin perjuicio de las condiciones acordadas en el acuerdo de garantía financiera prendaria— los citados medios no se supeditarán a la concurrencia de requisitos tales como que se hubiere notificado previamente la intención de proceder a la ejecución; que las cláusulas relativas a la ejecución fueren aprobadas por un Tribunal, un funcionario público u otra persona; que la ejecución se efectuare mediante subasta pública o de cualquier otro medio prescrito o que hubiere concluido todo plazo adicional —art. 4.4 DAGF—. Del mismo modo, se observa también la mencionada protección reforzada

⁹³ En este sentido, cabe señalar que la Directiva presenta un carácter potestativo o permisivo respecto del medio o la vía de ejecución consistente en la apropiación, ya que exige de la obligación de su reconocimiento a aquellos Estados miembros que no permitieren la citada modalidad a la fecha de 27 de junio de 2002. Sin embargo, en caso de que recurrieren a tal posibilidad, habrían de notificarla a la Comisión Europea, quien, a su vez, informaría de ello a los restantes Estados miembros —art. 4.3 DAGF—. A su vez, la Directiva exige a la Comisión que ésta, a más tardar el 27 de diciembre de 2006, presente al Parlamento Europeo y al Consejo un Informe sobre la aplicación de la misma y, en particular, del apartado 3 del artículo 4, junto con las propuestas de revisión oportunas —art. 10 DAGF—.

en el hecho de que los Estados miembros han de asegurar que el acuerdo de garantía financiera pueda aplicarse de conformidad con sus cláusulas, aun cuando se procediere a la apertura o a la continuación de procedimientos de liquidación⁹⁴ o a la adopción de medidas de saneamiento⁹⁵ con respecto del garante o del beneficiario —art. 4.5 DAGF—.

Como corolario, resulta necesario poner de relieve que —no obstante una deficiente técnica y sistemática legislativas— la Directiva establece el carácter de *ius cogens* y *de minimis* de los artículos 4 («Ejecución de un acuerdo de garantía financiera»), 5 («Derecho de utilización de la garantía financiera cubierta por un acuerdo de garantía financiera prendaria»), 6 («Reconocimiento de los acuerdos de garantía financiera con cambio de titularidad») y 7 («Reconocimiento de la cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente»), ya que los mismos se aplicarán sin perjuicio de los requisitos que pudieren imponer las legislaciones nacionales a fin de que la ejecución o valoración de la garantía financiera y el cálculo de las obligaciones financieras principales se llevaran a cabo de una manera comercialmente correcta —art. 4.6 DAGF—.

b.4) Régimen de exclusión de la normativa de insolvencia

La tutela reforzada que, con carácter general —como se ha enunciado previamente—, cabe predicar de la Directiva halla en esta materia su exponente más significativo o notorio, por cuanto que, en aras de la mejora de la seguridad jurídica —Considerando 5 DAGF—, expresamente establece —con carácter de *ius cogens*, asimismo— el principio general de la inaplicación de determinadas disposiciones de insolvencia de las legislaciones nacionales —art. 8 DAGF—⁹⁶. A este respecto, cabría enunciar, básicamente, que el citado principio general se desglosa, a su vez, en los *principios de vigencia retroactiva y pro futuro* del acuerdo de garantía financiera y de la prestación de garantía financiera.

⁹⁴ Artículo 12, «Definiciones», DAGF:

«1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

(...)

j) «Procedimiento de liquidación»: Procedimientos colectivos que tienen la finalidad de realizar los activos y distribuir el producto entre los acreedores, accionistas o socios, para lo cual deberán intervenir las autoridades administrativas o judiciales, incluso cuando los citados procedimientos concluyan con un convenio u otra medida análoga e independientemente de si están motivados por la insolvencia o si son voluntarios u obligatorios».

⁹⁵ Artículo 2, «Definiciones», DAGF:

«1. A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

(...)

k) «Medidas de saneamiento»: Las medidas que motivan la intervención de las autoridades administrativas o judiciales cuyo objeto es preservar o restaurar la situación financiera y que afectan a derechos preexistentes de terceros, incluyendo, aunque no exclusivamente, medidas que prevén la suspensión de pagos, la suspensión de las medidas de ejecución o la reducción de los derechos».

⁹⁶ El citado principio se conceptúa como una protección limitada de los acuerdos de garantía financiera, que «respalda el aspecto más amplio de la Política Monetaria Común, en la que los participantes en el Mercado Monetario equilibran entre ellos el volumen total de liquidez del mercado mediante operaciones transfronterizas cubiertas por garantías» —Considerando 12 DAGF—.

En función del primero de los principios, los Estados miembros habrán de garantizar que tanto el acuerdo de garantía financiera así como la prestación de garantía financiera en virtud del mismo, no puedan declararse nulos o quedar rescindidos, atendiendo exclusivamente al hecho de que el acuerdo de garantía financiera hubiere cobrado existencia o que la garantía financiera hubiere sido prestada en dos hitos temporales concretos; de una parte, el día de apertura del procedimiento de liquidación o de adopción de las medidas de saneamiento, pero con anterioridad a la resolución que motivó dicha apertura o adopción —art. 8.1.a) DAGF—, o, de otra parte, en un período de tiempo determinado anterior a la apertura de ese procedimiento o a la adopción de tales medidas y definido por referencia a dicha apertura o adopción, o en función de la adopción de una resolución, o de la adopción de cualesquiera otras medidas o de otros acontecimientos en el transcurso de los mencionados procedimientos o medidas —art. 8.1.b) DAGF—.

De acuerdo con el principio de vigencia pro futuro, los Estados miembros tendrán que garantizar, asimismo, que, cuando cobre existencia un acuerdo de garantía financiera o una obligación financiera principal, o la garantía financiera haya sido prestada el día de apertura del procedimiento de liquidación, o de adopción de las medidas de saneamiento, pero en un momento posterior al de dicha apertura o adopción, la garantía será jurídicamente ejecutable y vinculante para terceros en el caso de que el beneficiario pudiere probar que no tenía conocimiento, ni debía tenerlo, de la apertura de tales procedimientos o de la adopción de las medidas —art. 8.2 DAGF—. Como resulta notorio, el grado de tutela del principio de vigencia pro futuro resulta menor que el de vigencia retroactiva, por cuanto que éste opera automáticamente *ope legis*, en tanto que en el caso de la vigencia pro futuro se subordina su admisión o eficacia a la concurrencia de una condición suspensiva, consistente en el establecimiento de la carga de la prueba al beneficiario del desconocimiento —y del deber de no tener conocimiento— de la apertura del procedimiento de liquidación o de la adopción de las medidas de saneamiento.

De otra parte, se establece un régimen de tutela específico en función del contenido u objeto del acuerdo de garantía financiera, contemplándose dos posibles supuestos; de una parte, aquellos en los que el citado acuerdo incluyere la obligación de prestar una garantía financiera o una garantía financiera complementaria para cubrir variaciones del valor de la garantía financiera o de la cuantía de las obligaciones financieras principales —art. 8.3.a) DAGF—; de otra parte, se hallarían los casos en los que el objeto del acuerdo consistiere en un derecho a retirar la garantía financiera mediante la aportación, por sustitución o intercambio, de una garantía financiera que, sustancialmente, tuviere el mismo valor —art. 8.3.b) DAGF—. Pues bien, cuando concurrieren tales supuestos, los Estados miembros habrán de garantizar que la prestación de la garantía financiera, de la garantía financiera complementaria o de la garantía financiera de sustitución o intercambio con arreglo a la mencionada obligación o derecho no se considere nula o se rescinda únicamente por alguno de los siguientes motivos. En primer lugar, por haberse ejecutado la prestación el día de apertura del procedimiento de liquidación, o de adopción de las medidas de saneamiento, pero con anterioridad a la resolución que hubiere motivado dicha apertura o adopción, o en un período de tiempo deter-

minado, anterior a la apertura de tal procedimiento de liquidación o a la adopción de las citadas medidas de saneamiento, y definido por referencia a la mencionada apertura o adopción, o en función de la adopción de una resolución, o en la adopción de cualesquiera otras medidas o de otros acontecimientos en el transcurso de los antedichos procedimientos o medidas —art. 8.3, párrafo segundo, *i*), DAGF—. En segundo lugar, por haberse contraído la obligación financiera principal en fecha anterior a la prestación de la garantía financiera, la garantía financiera complementaria o la garantía financiera de sustitución o intercambio —art. 8.3, párrafo segundo, *ii*), DAGF—.

Finalmente, como corolario del presente régimen excepcional de inaplicación de ciertas disposiciones de insolvencia de Derecho nacional —y como reconocimiento expreso del mismo—, la Directiva señala que la misma no afectará en el resto de materias no contempladas en los apartados 1, 2 y 3 del artículo 8 DAGF a las normas generales de insolvencia del Derecho nacional sobre nulidad de operaciones realizadas durante los períodos de tiempo determinados a que se refieren la letra *b*) del apartado 1 y el inciso *i*) del apartado 3, párrafo segundo, del artículo 8 DAGF.

En este orden de cosas, cabría añadir que el régimen comunitario analizado entroncaría con la regulación establecida en el Título III («De los efectos de la declaración de Concurso») —y, en particular, en su Capítulo IV («De los efectos sobre los actos perjudiciales para la masa activa») —LC. En virtud de la nueva norma se da un nuevo tratamiento a la cuestión de los efectos de la declaración de concurso sobre los actos realizados por el deudor en período sospechoso por su proximidad a ésta —Exposición de Motivos, III, párrafo decimoctavo, LC⁹⁷—. Así, de un modo genérico, se prescribe que, declarado el concurso, serán rescindibles los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración, aun cuando no hubiere existido intención fraudulenta —art. 71.1 LC—.

Ahora bien, tal carácter perjudicial presenta varias modalidades; de una parte, se hallarían los supuestos de *presunción iuris et de iure* —art. 71.2 LC— y, de la otra, los casos de *presunción iuris tantum* —art. 71.3 LC—. En esta segunda categoría se recoge expresamente que, salvo prueba en contrario, el perjuicio patrimonial se presume cuando se trate de actos de constitución de garantías reales en favor de obligaciones preexistentes o de las nuevas contraídas en sustitución de aquéllas —art. 71.3.2.º LC—. Así pues, de acuerdo con la normativa concursal, sería precisa la prueba en contrario para eliminar la presunción del perjuicio patrimonial y, por ende, para excluir la rescisión de los citados actos, en tanto que, en virtud del régimen de la Directiva, tales actos quedan excluidos *ope legis* de cualquier posible rescisión

⁹⁷ Exposición de Motivos, III, párrafo decimoctavo, de la LC: «El perturbador sistema de retroacción del concurso se sustituye por unas específicas acciones de reintegración destinadas a rescindir los actos perjudiciales para la masa activa, perjuicio que en unos casos la Ley presume y en los demás habrá de probarse por la administración concursal o, subsidiariamente, por los acreedores legitimados para ejercitar la correspondiente acción. Los terceros adquirentes de bienes o derechos afectados por estas acciones gozan de la protección que derive, en su caso, de la buena fe, de las normas sobre irreivindicabilidad o del registro».

o declaración de nulidad. Consiguientemente, ha de ponerse de relieve que la Directiva modifica el régimen concursal en el ámbito del artículo 71.3.2.º LC, lo cual, a su vez, habrá de ser atendido en la correspondiente norma de transposición de la Directiva al Derecho nacional.

A este respecto, cabría aducirse, asimismo, el artículo 71.5, segundo inciso, LC, en virtud del cual quedan salvaguardados de cualquier posible rescisión los actos comprendidos en el ámbito de leyes especiales reguladoras de los sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados. Pues bien, dado que la Directiva 2002/47/CE se inscribe en el contexto legal europeo constituido, *inter alia*, por la Directiva 98/26/CE, reguladora de los citados sistemas de pagos y compensación y liquidación de valores —Considerandos 1 y 4 DAGF—, resulta censurable que el legislador nacional, de una parte, hubiere contemplado en la normativa concursal —mediante el antedicho art. 71.5, segundo inciso, LC— la exclusión de toda posible rescisión de los mencionados actos y, en cambio, de otra parte, hubiere ignorado el régimen del artículo 8 DAGF, toda vez que esta Directiva ya se hallaba en vigor en la fase de tramitación parlamentaria de la normativa concursal nacional.

b.5) Conflicto de normas

La Directiva presenta una normativa que se acomoda perfectamente al régimen propio del *nominee*, consagrando, en aras a la seguridad jurídica —Considerando 8 DAGF—, el *principio de la lex rei sitae* mediante la técnica del reenvío limitado, lo cual a su vez constituye una ampliación del principio adoptado en el artículo 9.2 DFLSPyLV —Considerando 7 DAGF—. En consecuencia, cuando se verificare alguna cuestión relativa a cualesquiera de las materias o temas especificados en la propia Directiva en relación con una garantía prendaria de anotaciones en cuenta, dicha cuestión se regirá por la legislación del país en el que se encontrare la cuenta principal. Asimismo, tal y como se ha manifestado previamente, el citado reenvío es directo, limitado o de primer grado, por cuanto que la referencia que se realiza con respecto a la legislación de un país constituye una referencia a su legislación nacional, desestimando, en consecuencia, toda norma en virtud de la cual, a fin de decidir la cuestión relevante, se tuviere que hacer referencia a la legislación de otro país —art. 9.1 DAGF—.

A su vez, la Directiva determina, con carácter de *numerus clausus*, el elenco de cuestiones que constituyen los supuestos sometidos al citado principio de la *lex rei sitae*. Tales cuestiones serían, de una parte, la naturaleza jurídica y los efectos sobre la propiedad de la garantía prendaria de anotaciones en cuenta —art. 9.2.a) DAGF—; de otra parte, los requisitos para perfeccionar un acuerdo de garantía financiera relativo a garantía prendaria de anotaciones en cuenta y la prestación de garantía prendaria de anotaciones en cuenta en virtud de tal acuerdo, y de manera más general el cumplimiento de los requisitos necesarios para hacer que el acuerdo y la prestación mencionados surtieren efectos frente a terceros —art. 9.2.b) DAGF—; en tercer lugar, se hallaría la cuestión de si el título o derecho de una

persona en una garantía prendaria de anotaciones en cuenta resulta inferior o se halla subordinado a otros títulos o derechos reivindicados o si ha tenido lugar una adquisición de buena fe —art. 9.2.c) DAGF—; finalmente, se recoge la cuestión de los pasos requeridos para la realización de la garantía prendaria de anotaciones en cuenta tras un supuesto de liquidación —art. 9.2.d) DAGF—.

c) Régimen de Derecho nacional

Una vez acreditado que el régimen de la *nominee* se estructura y articula mediante el instituto jurídico de la fiducia y el *trust*, deviniendo un derecho de crédito del titular del citado *nominee*, resulta evidente que el régimen de constitución de garantías sobre el mismo no se puede configurar bajo la figura de la constitución de derechos reales limitados sobre las acciones —art. 57 TRLSA— (no siendo de aplicación tampoco el art. 72 TRLSA), ni sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta —arts. 10 LMV y 13 RDRVACyCLOB—⁹⁸, resultando, asimismo, inaplicables el artículo 1.872, párrafo segundo, del Código Civil, de 24 de julio de 1889 —CC— (al igual que, por derivación, los arts. 1.864 y 1.868 de dicho cuerpo legal) y los artículos 320 a 324, ambos inclusive, del Código de Comercio, de 22 de agosto

⁹⁸ En relación con la citada constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta, *vid.*, en particular, A. DÍAZ MORENO, «La prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 603, Madrid, marzo-abril de 1991, pp. 382 ss.; E. MARTÍNEZ DE SALINAS MENDOZA, *El Mercado de Valores. Ordenación legal del Mercado español de Valores Mobiliario*, Pamplona, 1992, pp. 123-151; J. MEJÍAS GÓMEZ, «Prenda de participaciones sociales y de acciones representadas mediante títulos», en U. NIETO CAROL y M. MUÑOZ CERVERA (coords.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, Madrid, 1996, pp. 595-669; ÍDEM, *La prenda de acciones*, Navarra, Cizur Menor, 2002; M. MUÑOZ CERVERA, «La prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta», en J. L. IGLESIAS PRADA (coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, t. I, *Introducción y Títulos Valor*, Madrid, 1996, pp. 1237-1292; ÍDEM, «Prenda sobre valores públicos representados mediante anotaciones en cuenta», en U. NIETO CAROL y M. MUÑOZ CERVERA (coords.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, *op. cit.*, pp. 723-797; M. OLIVENCIA RUIZ, «Introducción al estudio de las garantías mobiliarias en Derecho Mercantil», en U. NIETO CAROL y M. MUÑOZ CERVERA (coords.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, *op. cit.*, pp. 21-54; A. PRIES RICARDO, «Prenda sobre valores privados representados mediante anotaciones en cuenta. Especial consideración sobre los valores cotizados en Bolsa», en U. NIETO CAROL y M. MUÑOZ CERVERA (coords.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, *op. cit.*, pp. 671-722; F. REGLERO CAMPOS, «Ejecución...», *op. cit.*, pp. 465 ss.; C. SALINAS ADELANTADO, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, Valencia, 1996; J. L. SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, «Prenda y embargo de acciones», en A. ALONSO UREBA, J. DUQUE DOMÍNGUEZ, G. ESTEBAN VELASCO, R. GARCÍA VILLAVEVERDE y F. SÁNCHEZ CALERO (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas, II, Capital y Acciones*, vol. 2, Madrid, 1994, pp. 773-848; A. B. VEIGA COPO, *La prenda de acciones*, Madrid, 2002; E. VILLÁN SÁNCHEZ, «La prenda de acciones y participaciones sociales y el desplazamiento posesorio», en U. NIETO CAROL y M. MUÑOZ CERVERA (coords.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, *op. cit.*, pp. 425-439, y F. J. ZAPATA CIRUGEDA, «La prenda sobre valores», en J. MARTÍNEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ y A. ALONSO UREBA, *Instituciones del Mercado Financiero. Mercado de Valores*, vol. VIII, Madrid, julio de 1999, pp. 5071-5111.

de 1885 —CCo—⁹⁹, toda vez que no se detenta ningún valor ni instrumento financiero, sino solamente un derecho de crédito sobre tales instrumentos.

Por consiguiente, en el supuesto de que se procediere a constituir una garantía sobre el *nominee*, resultarían inaplicables los citados regímenes de los artículos 57 TRLSA y 10 LMV, así como también, consiguientemente, el del artículo 90.1.5.º LC. En base a ello, sería más propio ubicar el supuesto de la garantía constituida sobre el *nominee* bajo la cobertura del tipo legal del artículo 90.1.6.º *in fine* LC, en cuanto pignoración de créditos, respecto de la cual se exige —a fin de poder gozar del carácter de privilegio especial— que conste en documento con fecha fehaciente.

Así pues, determinada la naturaleza de la constitución de la garantía sobre el *nominee* como una pignoración de créditos, habremos de atender a la regulación que presenta tal materia en el Derecho nacional¹⁰⁰. A tal respecto, se ha de partir de las diferentes concepciones de la doctrina, las cuales se sitúan en dos polos anti-téticos. Así, de una parte, cabría destacar la corriente doctrinal que considera que la pignoración de créditos ha sido contemplada y regulada en el Código Civil —arts. 1.857 a 1.873 CC— o que, en todo caso, entiende que tales artículos son aplicables a la misma, dado que resulta sustancialmente idéntica a la prenda de cosas¹⁰¹. En virtud de la citada postura, la prenda de créditos habría de ser documentada en instrumento público y la notificación de la pignoración al deudor del crédito pignorado se consideraría requisito constitutivo de la prenda¹⁰². De otra

⁹⁹ A este respecto, a los citados supuestos de inaplicación normativa habría que sumar los artículos 15.3, 16, 19.3 y 6, y 20 de la Ley 19/2002, de 5 de julio, de Derechos Reales de Garantía —LDRG— (*Diario Oficial de la Generalidad de Cataluña*, núm. 3679, de 17 de julio de 2002; *BOE*, núm. 180, de 29 de julio de 2002).

¹⁰⁰ *Vid.* a este respecto, como especialmente ilustrativos y significativos, F. DE CASTRO Y BRAVO, *Derecho Civil de España*, t. I, Madrid, 1984, pp. 595 ss.; F. PANTALEÓN PRIETO, «Cesión de créditos», *Anuario de Derecho Civil*, Madrid, octubre-diciembre de 1988, pp. 1033-1131; ÍDEM, «Prenda de créditos: nueva jurisprudencia y tarea para el legislador concursal», *La Ley*, núm. 4.421, Madrid, 20 de noviembre de 1997, pp. 1460-1464, y F. REGLERO CAMPOS, «Ejecución...», *op. cit.*, pp. 454 ss.

Asimismo, en cuanto a trabajos temáticos específicos, cabría citar J. ALEMANY EGUIDAZU, «La prenda de créditos financieros diferenciales», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 91, Madrid, julio-septiembre de 2003, pp. 39-84.

No obstante, resulta ineludible citar un trabajo —ya clásico en dicha materia— que, si bien versa sobre el Derecho italiano, presenta, sin embargo, una elaboración científica rigurosa y una aportación analítica sustancial, válidas en todo caso para el estudio del citado instituto jurídico: M. FOSCHINI, «In tema di pegno di titoli di credito», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, Milano, abril-junio de 1965, pp. 161-243. *Vid.*, asimismo, S. GATTI, *Il credito su pegno*, Milano, 1997, *passim*.

¹⁰¹ Como exponente más representativo de la citada corriente se hallaría M. CRUZ MORENO, «La prenda de créditos», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 618, Madrid, 1993, pp. 1271-1316.

¹⁰² *Vid.* F. PANTALEÓN PRIETO, «Cesión...», *op. cit.*, pp. 1042 ss.; ÍDEM, «Prenda...», *op. cit.*, p. 1460.

En este orden de cosas, cabe señalar que tanto el citado autor como R. ARANA RODRÍGUEZ (*La prenda de créditos*, Madrid, 1996, pp. 53 ss.) sostienen que la construcción de la pignoración de créditos que preconiza la citada corriente doctrinal es la que resulta del Código Civil y de la práctica comercial alemanas, donde las prendas de créditos han sido sustituidas por las cesiones fiduciarias de créditos con finalidad de garantía.

A este respecto habría que poner de relieve, asimismo, que el artículo 3.1 DAGF resulta totalmente contrario a formalismo alguno, toda vez que prescribe que «los Estados miembros no exigirán que la

parte, se hallaría el sector doctrinal que juzga que la pignoración de créditos no está reconocida en el Código Civil español¹⁰³, dado que los codificadores no quisieron, conscientemente, equipararla a la prenda de cosas, deviniendo, consiguientemente, un contrato atípico de cesión limitada —con causa de garantía— del crédito. Como consecuencia de esta segunda tesis, a la prenda de créditos le resultaría perfectamente aplicable el artículo 1.526, párrafo segundo, CC en lugar del riguroso artículo 1.865 CC, por lo cual resultaría absolutamente razonable afirmar la oponibilidad frente a terceros de una pignoración de créditos instrumentada en documento privado desde que su fecha debiere de tenerse por cierta, bien conforme a lo dispuesto en el artículo 1.227 CC, bien por resultar acreditada por cualquier medio de prueba distinto del documento privado mismo. Asimismo, habría de considerarse que la notificación de la pignoración al deudor del crédito pignorado no deviene en requisito constitutivo de la prenda¹⁰⁴.

En base a lo expuesto, cabría colegir —con la mejor doctrina—¹⁰⁵ que la pignoración de créditos no se halla, ciertamente, contemplada en las disposiciones del Código Civil y que la misma no constituye sino el efecto propio de los contratos de cesión de créditos en garantía¹⁰⁶. Asimismo, se ha de poner de relieve que a los negocios jurídicos constitutivos de pignoración de créditos les resulta aplicable

constitución, validez, perfección, ejecutabilidad o admisibilidad como prueba de un acuerdo de garantía financiera o la prestación de garantía financiera en virtud de un acuerdo de garantía financiera estén supeditados a la realización de un acto formal».

¹⁰³ Las figuras más destacadas de esta corriente serían F. DE CASTRO Y BRAVO, *Derecho Civil...*, *op. cit.*, pp. 595 ss., y J. GIL RODRÍGUEZ, «La prenda de derechos de crédito», en U. NIETO CAROL y M. MUÑOZ CERVERA (COORDS.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías Mobiliarias*, *op. cit.*, pp. 333-375.

¹⁰⁴ F. PANTALEÓN PRIETO, «Prenda...», *op. cit.*, p. 1461: «Y firmes esas ideas, no resta ningún obstáculo para admitir la validez y eficacia de la pignoración anticipada de créditos futuros con la máxima amplitud: siempre que los créditos de que se trate queden determinados sin necesidad de un nuevo acuerdo entre las partes, aunque no se haya celebrado todavía el contrato del que nacerán ni sea conocida la identidad del futuro deudor (...) Los créditos futuros, si llegan finalmente a nacer, nacerán automáticamente pignorados, sin necesidad de ninguna nueva declaración de voluntad ni de formalidad de ninguna clase».

¹⁰⁵ F. DE CASTRO Y BRAVO, *Derecho Civil...*, *op. cit.*, pp. 595 ss.; J. N. FINEZ RATÓN, *Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios. La prenda de créditos*, Barcelona, 1994, pp. 37 ss.; J. GIL RODRÍGUEZ, «La prenda...», *op. cit.*, pp. 361 ss.; F. PANTALEÓN PRIETO, «Prenda...», *op. cit.*, p. 1461.

Ello no obstante, la Comunidad Autónoma de Cataluña ha regulado la constitución de la prenda sobre el derecho de crédito —arts. 15.3 y 17 LDRG—:

«Artículo 15. *Régimen de la prenda con relación al objeto pignorado.*

3. Pueden configurarse como objetos unitarios de prenda los conjuntos o paquetes de valores, como acciones, obligaciones, bonos, créditos o efectos en general, de acuerdo con la legislación aplicable en esta materia».

«Artículo 17. *Principio de subrogación real.*

Si el objeto de la prenda es un derecho de crédito y éste resulta pagado antes del vencimiento del crédito garantizado con la prenda, la garantía recae sobre el objeto recibido como consecuencia del pago».

¹⁰⁶ F. PANTALEÓN PRIETO, «Prenda...», *op. cit.*, p. 1461: «Los que, en un sistema de transmisiones patrimoniales “causalista” como el nuestro (a diferencia de lo que ocurre, por ejemplo, en el Derecho alemán), no pueden producir el efecto jurídico de transmitir al cesionario la íntegra titularidad del crédito cedido con finalidad o causa de garantía. En nuestro Derecho no caben las cesiones de crédito en garantía plenas, es decir, limitadas sólo obligacionalmente en atención a la finalidad económica de la garantía perseguida por las partes. Con dicha finalidad no caben más que *cesiones* “realmente” limitadas, que

por analogía lo dispuesto en los artículos 1.526, párrafo primero, y 1.527 CC. Por ello, la eficacia de la pignoración de créditos frente a terceros no precisa necesariamente de su instrumentación en documento público, no resultando tampoco requisito constitutivo de la pignoración la notificación de la cesión al deudor del crédito pignorado.

En este orden de cosas, la jurisprudencia ya había avanzado también que la pignoración de créditos —comprendiendo en dicha figura las denominadas “prendas sobre deuda propia”— otorga al acreedor pignoraticio una posición privilegiada frente a los restantes acreedores del constituyente de la prenda, el cual, a su vez, en caso de quiebra de este último, goza de un derecho de ejecución separada ¹⁰⁷.

generan una especial situación de cotitularidad del crédito entre cedente y cesionario congruente con la causa de garantía: cesiones productoras, en suma, de meras prendas de créditos».

Vid., asimismo, A. B. VEIGA COPO, «Prenda de créditos...», *op. cit.*, pp. 62 ss.

¹⁰⁷ Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de abril de 1997 (Sala de lo Civil, ref. *Ar.* 1997/3429):

«Los dos motivos del recurso que se han expuesto parten del presupuesto de la validez y eficacia de una pignoración de imposiciones de dinero a plazo fijo, que lleva anejo un pacto de compensación y una posibilidad legal de ejecución aislada de la masa de la quiebra. En realidad, la pignoración en estricto sentido no es posible jurídicamente cuando el dinero no se ha entregado a la entidad bancaria depositaria por signos que los individualicen y distingan, sino como una suma que se confunde en el patrimonio de aquélla, quedando obligada a restituir el *tantundem* por haber adquirido, en virtud de aquella forma de entrega, la propiedad de la misma. La pignoración lo es del crédito a la restitución, lo cual desemboca necesariamente en una compensación cuando su titular, que lo pignora, resulta deudor del que debe restituir, o sea, del acreedor en cuyo favor se ha hecho la pignoración. El que exista como contenido de la misma un pacto de compensabilidad es algo añadido, no hace más que dar expresión literal a lo que es intrínseco debido a la naturaleza de tal pignoración desde el punto de vista económico, pues la ejecución de la prenda por el artículo 1.872 deviene inútil. El pacto de compensabilidad evita dicha aplicación.

Así las cosas, la compensación operada entre el crédito de “Hispania Líneas Aéreas, S. A.”, contra “Banco Exterior de España, S. A.”, y el de éste contra aquélla no puede ser tratada jurídicamente como un supuesto de compensación dentro de una situación de quiebra, como hace la sentencia recurrida, sino como una ejecución de garantía prendaria sobre la imposición, que tiene lugar mediante aquel mecanismo de extinción de la deuda por compensación y, en consecuencia, es irrelevante la fecha en que el crédito garantizado con la imposición nació en relación con la de la quiebra. El crédito a la restitución de la imposición a plazo estaba pignorado mediante póliza intervenida por Corredor de Comercio antes de esta última, por lo que el acreedor pignoraticio no tenía obligación de llevarlo a la masa de quiebra, y sí tenía derecho a ejecutar la garantía por separado (art. 918 del Código de Comercio). Sólo manteniendo que no hay posibilidad jurídica de afectar créditos en garantía del pago de deudas puede sostenerse esta *ratio decidendi* de la sentencia, pero esta tesis no es aceptable porque el crédito a la restitución es un valor del patrimonio del imponente, que le debe servir para garantizar las deudas que contraiga. La imposición bancaria a plazo origina en favor del imponente el nacimiento de un crédito contra el Banco depositario por su importe, lo que tiene un valor patrimonial apto para ser objeto de un derecho de prenda. Dicho derecho no puede circunscribirse a las cosas materiales por una interpretación literal del artículo 1.864 CC, que estaría en contradicción con el artículo 1.868 CC, el cual admite la prenda que “produce intereses”, lo que obviamente sucede con el crédito. La pignoración del mismo obliga a cumplir el requisito de la desposesión del titular que lo pignora mediante la notificación al deudor del cambio en la titularidad efectuado (art. 1.527) para que quede vinculado con el nuevo acreedor, que ostentará aquella titularidad en garantía de la deuda que el pignorante tiene contraída con él o pueda contraer en el futuro. Una vez cobrado por el acreedor pignoraticio el importe del crédito, el pacto de compensación con lo debido por el deudor pignorante para extinguir la deuda no repugna a la prohibición del pacto comisorio (arts. 1.858 y 1.859), prohibición histórica que se ha mantenido viva en las legislaciones desde el Derecho romano para evitar que los deudores que necesitan

Pues bien, de las citadas tesis la normativa concursal parece atender los postulados de la mejor doctrina, por cuanto que recoge y consagra que, en los casos de prenda de créditos, será suficiente que la misma conste en documento con fecha fehaciente para que pudiere gozar de privilegio sobre los créditos pignorados —art. 90.1.6.º *in fine* LC—¹⁰⁸.

acudir al crédito pacten condiciones leoninas con sus acreedores, que de otra manera podrían quedarse para pago de las deudas garantizadas con objetos de más valor de lo debido. En la prenda de imposiciones a plazo por definición está ausente cualquier clase de perjuicio al deudor y a terceros, porque el Banco que goza de la pignoración no va a obtener ni más ni menos de lo que aquella imposición represente, límite de su derecho pignoraticio.

El Fundamento Jurídico tercero de la sentencia recurrida, aunque no afirme ni niegue la posibilidad de una constitución de garantía sobre una imposición a plazo, dice textualmente: “Pero, aun cuando se diese plena validez a la pignoración del saldo que arroje el depósito a plazo fijo, ello no supondría para el Banco sino que esta entidad crediticia gozaría del privilegio mobiliario al que se refiere el artículo 1.922 del Código Civil, precepto con arreglo al cual gozan de preferencia, con relación a determinados bienes muebles del deudor, los créditos garantizados con prenda que se hallen en poder del acreedor, sobre la cosa empeñada y hasta donde alcance su valor. En ningún caso la existencia de la garantía pignoratícia autorizaría al acreedor a hacer suyo, sin más, el bien que tiene en prenda, sino que éste habrá de formar parte de la masa activa de la quiebra aunque para el cobro de su crédito, el acreedor será considerado como privilegiado en el orden de prelación que establece el artículo 913 del Código de Comercio”.

Es claro el error en que se incurre por contradicción con el artículo 918 CC y por el olvido de que la preferencia del derecho real de garantía lo hace apartarse de la masa de la quiebra en principio. Al basar, además, su estimación de la demanda en la eficacia de la compensación convencional y en que ésta no se produce en situaciones de quiebra, desconoce que la aludida compensación deriva su eficacia de una prenda constituida con mucha anterioridad por instrumento público (art. 1.865)» (Fundamento de Derecho tercero).

Sentencia del Tribunal Supremo de 7 de octubre de 1997 (Sala de lo Civil, ref. *Ar.* 1997/7101):

«Por el contrario, admitida ésta, es evidente que, eficaz contra terceros por la intervención del Corredor de Comercio (art. 1.865 CC), los créditos pignorados quedan fuera de la masa de la quiebra, sujetos a ejecución separada por el acreedor pignoraticio de acuerdo con el artículo 918 del Código de Comercio. Esta ejecución puede consistir en el juego pactado en la póliza de la compensación, en lugar de acudir al procedimiento, inapropiado aquí, del artículo 1.872 del Código Civil, sin que por ello se pueda decir que se ha producido compensación “en la quiebra”, porque, repetimos, estamos ante una ejecución separada de la prenda, cuyo objeto no ha entrado en la masa de aquella» (Fundamento de Derecho tercero).

Sentencia del Tribunal Supremo de 26 de septiembre de 2002 (Sala de lo Civil, ref. *Ar.* 2002/7873):

«La prenda de derechos es el derecho real de prenda que no recae sobre una cosa, sino sobre un derecho, y al acreedor pignaticio se le transmite, no la posesión de la cosa, sino el poder en que el derecho consiste, que le permite realizarlo. En el caso de prenda sobre derecho de crédito se producen los mismos efectos que la posesión, por la notificación al deudor y por la facultad del acreedor pignoraticio de percibir directamente el crédito que ha sido objeto de aquella prenda» (Fundamento de Derecho segundo).

Asimismo, cabría citar otra jurisprudencia del Tribunal Supremo al respecto: Sentencia de 13 de noviembre de 1999 (Sala de lo Civil, ref. *Ar.* 1999/9046), sobre la validez de la pignoración de crédito a la restitución de imposición de dinero a plazo fijo; Sentencia de 25 de junio de 2001 (Sala de lo Civil, ref. *Ar.* 2001/5080), respeto de prenda sobre depósito a plazo fijo, habiendo de entenderse como constituida, no sobre el dinero, sino sobre el derecho de crédito a su restitución; Sentencia de 13 de noviembre de 2001 (Sala de lo Civil, ref. *Ar.* 2001/9449), sobre la preferencia de los créditos con prenda y la aplicación a los mismos de los artículos 1.922.2.º y 1.926, primer párrafo, CC; Sentencia de 14 de diciembre de 2002 (Sala de lo Civil, ref. *Ar.* 2003/1207), sobre pignoración de créditos en una suspensión de pagos, verificándose el pago al acreedor pignoraticio.

¹⁰⁸ A este respecto, F. PANTALEÓN PRIETO («Prenda...», *op. cit.*, p. 1462) ya preconizaba una modi-

5. Determinación de la normativa aplicable

a) Consideraciones preliminares y presupuestos configuradores

La naturaleza intrínseca del *nominee* presenta, tal y como se ha señalado previamente al analizar su protocolo operativo, un presupuesto o carácter transfronterizo, al que se suma en nuestro estudio el estado de insolvencia de su titular. Pues bien, la citada conjunción conduciría, indefectiblemente, a un supuesto específico y particular, cual es el “Concurso Transfronterizo en el Derecho del Mercado de Valores”¹⁰⁹.

A este respecto, como primera tarea, se impone la delimitación de dicha figura, pudiéndose señalar que el Concurso Transfronterizo versa sobre una situación en la que un deudor se halla incurso en procedimientos formales de insolvencia en más de una jurisdicción, surgiendo, consiguientemente, al menos de un modo potencial, un conflicto de leyes que afecta a la conducta de los negocios del citado deudor.

Del mismo modo, resulta preciso describir someramente los dos principales parámetros o criterios empleados por las diferentes jurisdicciones a fin de regir la insolvencia transfronteriza. Así, de un lado, se hallaría el Principio de Unidad de Concurso, en virtud del cual solamente existe un Tribunal competente para declarar

ficación del artículo 124.1.5.º de la Propuesta de Anteproyecto de Ley Concursal —PALC—, elaborada en la Comisión General de Codificación conforme a los criterios básicos comunicados por el Ministro de Justicia e Interior el 23 de junio de 1994, concluida el 12 de diciembre de 1995 y publicada por la Secretaría General Técnica con fecha 15 de febrero de 1996: «Los créditos garantizados con prenda constituida en instrumento público, sobre los bienes pignorados que estén en posesión del acreedor o de un tercero».

A juicio de dicho autor, la redacción del citado precepto, al exigir que los bienes pignorados estuvieran en posesión del acreedor o de un tercero, excluía literalmente las prendas de créditos. Por ello, proponía una redacción alternativa: «Los créditos garantizados con prenda constituida en documento público, o en documento privado de fecha cierta, sobre los créditos o derechos cedidos en garantía». Ello no obstante, proponía, asimismo, la inclusión de un nuevo número 6.º al mencionado artículo: «Los créditos garantizados mediante cesión en garantía de créditos u otros derechos instrumentada en documento público, o en documento privado de fecha cierta, sobre los créditos o derechos cedidos en garantía». Por último, como mejora técnica, avanzaba otra solución, consistente en la supresión en los números 5.º y 6.º de la referencia al documento público o privado de fecha cierta y su sustitución por un párrafo segundo en el apartado 2 del antedicho artículo: «Para que gocen de privilegio los créditos previstos en los números quinto y sexto del mismo apartado 1, los contratos de prenda de cosas o los de cesión en garantía de créditos o derechos deberán constar en documento de fecha cierta anterior a la fecha de la declaración judicial de Concurso».

¹⁰⁹ En relación con el concurso transfronterizo, *vid.*, principalmente, M. BRIDGE y R. STEVENS, *Cross-Border Security and Insolvency*, Oxford, 2001; G. FERRARINI, K. HOPT y E. WYMEERSCH, *Capital Markets in the Age of the Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, The Hague, 2002; I. F. FLETCHER, *Cross-Border Insolvency: Comparative Dimensions*, Aberystwyth, 1990; ÍDEM, *Cross-Border Insolvency: National and Comparative Studies*, Tübingen, 1992; ÍDEM, *Insolvency in Private International Law*, Oxford, 1999; I. JAMESON, «Cross-Border Securities Collateralisation-Lenders Beware», *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, London, noviembre de 1996, pp. 465-469, y H. VAN HOUTTE, *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, London, 1999.

el concurso del deudor; esto es, el Tribunal del lugar donde el deudor tuviere su sede principal, su domicilio (registral) o su domicilio social estatutario. Este principio se vincula generalmente al Principio de Universalidad del Concurso, posibilitando que la declaración de concurso fuere ejercible y desplegar sus efectos legales en otros Estados en los que se hallaren situados activos o sucursales de la parte deudora. De otro lado, se encontraría el Principio de Pluralidad de Concursos —o Territorialidad—, que requiere una declaración de concurso en cada uno de los Estados en los que el deudor insolvente tuviere un centro de actividades o, incluso, una mera propiedad. De acuerdo con este Principio de Territorialidad, cada sucursal insolvente se hallaría gobernada por su legislación local de concurso, sería administrada por su propio Síndico y dicho concurso territorial únicamente afectaría a los activos situados en el territorio en cuestión.

Ahora bien, sin perjuicio de lo manifestado, cabría señalar que existe otro sistema que, de algún modo, combina los dos descritos precedentemente. Así, el concurso decretado en el Estado del domicilio del deudor podría de hecho producir efectos fuera del territorio de dicho Estado. De acuerdo con ello, el procedimiento de concurso alcanzaría otros Estados en los que se hallaren bienes del deudor —universalidad del concurso—, mas, por otra parte, sería posible también instituir un procedimiento de concurso separado en la jurisdicción en la que se hallaren radicadas las sucursales locales o, incluso, los meros activos del deudor —concurso territorial—. El sistema expuesto se define como Principio de Universalidad Mitigada.

A su vez, se ha de constatar que cada uno de los sistemas analizados goza de una *lex concursus*. Así, en los Estados acogidos al Principio de Territorialidad, el Tribunal local simplemente rehusará a reconocer una decisión concursal adoptada en la jurisdicción del deudor y, consiguientemente, no aplicará la legislación concursal foránea —*lex fori concursus*—. En base a ello, el concurso extranjero no tendrá, en principio, ningún impacto en el sistema de compensación y liquidación. De otra parte, en los Estados en los que se aplica el Principio de Universalidad Mitigada, dado que existe un establecimiento del deudor extranjero o, incluso, simples bienes en el ámbito de su territorio, normalmente —mas no necesariamente— se procederá a la apertura por parte de los Tribunales locales de procedimientos concursales territoriales limitados a los activos, asimismo, locales. En este caso, la Ley nacional Concursal del lugar del sistema de compensación y liquidación prevalecerá sobre la Ley Concursal del partícipe foráneo. En tercer lugar, en los Estados en los que rigiere el Principio de Unidad y Universalidad, el Tribunal local podrá, en principio, reconocer la decisión o sentencia del concurso extranjero —incluso sin las formalidades del *exequatur*— y aplicar la normativa concursal extranjera. En este caso, la aplicación de la legislación concursal foránea podría suponer particularmente un detrimento para el propio funcionamiento de los sistemas nacionales de compensación y liquidación. Más aún, ello podría conducir al Tribunal local a denegar el reconocimiento de la *lex fori concursus* en base a que pudiese suponer una contravención del orden público nacional. Por último, se ha de hacer constar que determinados Tribunales podrían, asimismo, rehusar a reconocer las decisiones concu-

sales foráneas dictadas en Estados que no otorgaren, a su vez, un reconocimiento recíproco a sus propias decisiones concursales¹¹⁰.

Una vez que se hubiere determinado la *lex concursus*, se ha de proceder a delimitar el punto de conexión que fuere aplicable a la relación jurídica objeto del presente estudio y que, consiguientemente, fijare la ley reguladora del *nominee*. A tal efecto, cabría poner de relieve los diferentes puntos de conexión que pudieren existir derivados de las distintas normas de conflicto. Genéricamente, los citados puntos de conexión serían la *lex societatis*, la *lex tituli* y la *lex chartae sitae*. Así, la *lex societatis* sería la que correspondiere al lugar de la emisión en cuanto ley aplicable a la Sociedad emisora¹¹¹. Ahora bien, esta opción presenta problemas particularmente delicados en el caso de los valores desmaterializados, pudiéndose optar por el domicilio social de la Sociedad emisora o por el de la entidad encargada del registro contable —arts. 6, párrafos segundo y tercero, y 7.3 («Valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores») LMV—. Ciertamente, la primera opción permite unificar la ley del título y la ley del emisor, lo cual determina ventajas indiscutibles. Por su parte, la *lex tituli* habría de establecer, asimismo, en el caso de valores sujetos a vínculos reales, si los derechos inherentes a dicho valor —como, por ejemplo, el derecho de voto o el derecho de suscripción preferente— corresponden al titular del derecho real o bien al propietario. Ahora bien, en el caso de las acciones de una Sociedad, tal cuestión podría, en cambio, considerarse razonablemente que se halla sujeta a la *lex societatis*, lo cual denota la escasa oportunidad de la dicotomía entre *lex tituli* y *lex societatis*. Asimismo, habría que poner de manifiesto que la *lex tituli* no disciplina las cuestiones referentes a la adquisición de la titularidad del valor que incorpora el derecho, las cuales quedan sujetas al régimen de la *lex chartae sitae*, esto es, la ley de lugar de situación del valor¹¹². Igualmente, dicha *lex chartae sitae* regiría la posesión y los derechos reales que gravaren los valores¹¹³. En suma, este último punto de conexión es el que determinaría las modalidades y requisitos de adquisición de la titularidad del valor e, incluso, si fuere admisible una adquisición a *non domino*. Ahora bien, en los casos de valores des-

¹¹⁰ *Vid.*, en este sentido, D. DEVOS, «The European Directive of 19 May 1998 on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems», en *Capital Markets in the Age of the Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, The Hague, 2002, pp. 362 ss.

¹¹¹ Dicha Ley habría de regular, en primer lugar, la modalidad de creación del valor, así como las modalidades de circulación —al portador, nominativo— y, consiguientemente, de adquisición del mismo y, en su caso, los límites a su transmisión o circularización.

¹¹² La dicotomía entre *lex tituli* y *lex chartae sitae* podría dar lugar, no obstante, a problemas y conflictos particularmente complejos en presencia de medidas estatales dirigidas a interferir sobre la titularidad o disponibilidad de los valores. A este respecto, habría que señalar que la solución —y la posibilidad, en los diversos Ordenamientos jurídicos, de invocar el orden público para negar el reconocimiento— dependerá, en la mayoría de los casos, de las motivaciones sobre las que se fundare la medida o pretensión.

Vid., en este sentido, T. BALLARINO, *Diritto Internazionale Privato*, Padova, 1996, p. 727; H. BATIFFOL, *Droit Internaional Privé*, vol. II, Paris, 1980, pp. 223 y 231, y L. G. RADICATI DI BROZOLO, «La Legge regolatrice...», *op. cit.*, p. 455.

¹¹³ A este respecto, como en el caso de cualquier otro bien, la constitución del derecho real —en cuanto tal— se regularía por la ley de la relación de la cual dependiere la constitución, que, en el citado supuesto, sería un contrato. Así pues, las modalidades de constitución, conservación, extinción y realización de dicho tipo de derecho se regirían por la ley del lugar de situación.

materializados y objeto de gestión centralizada, o bien de depósito irregular o de subdepósito, la identificación del lugar de situación podría plantear diferentes interpretaciones. Ello no obstante, en los citados supuestos resultaría correcto considerar que el citado lugar sería el de la entidad encargada del registro contable.

A modo de cuestión previa, se ha de señalar que el Convenio sobre la Ley aplicable a las Obligaciones Contractuales, abierto a la firma en Roma el 19 de junio de 1980 —CLOC—¹¹⁴, establece que las disposiciones del citado Convenio no se aplicarán a las obligaciones derivadas de otros “instrumentos negociables” en la medida en que las obligaciones surgidas de los mencionados instrumentos se derivaren de su carácter negociable —art. 2.c) CLOC—. Ahora bien, se hace preciso delimitar, ante todo, el concepto de “instrumento negociable” que nace de la incorporación al Derecho continental de la noción de *negociable instrument* propia del *common law*. En este orden de cosas, habría de entenderse por tal a los instrumentos que incorporaren un derecho de crédito y lo atribuyeren en vía originaria o directa al portador, amparándole de las excepciones sobre el defecto de titularidad de quien trajere causa y de las que no resultaren o derivaren del título; esto es, los instrumentos que gozaren de autonomía respecto de la relación subyacente¹¹⁵. Pues bien, en base a lo señalado, habría que concluir que resultan negociables —y, por consiguiente, excluidos de la disciplina del mencionado Convenio— la pignoración, los títulos de participación y los valores mobiliarios en general¹¹⁶.

¹¹⁴ Las versiones consolidadas del citado Convenio, así como del Primer Protocolo relativo a la interpretación por el Tribunal de Justicia del Convenio y del Segundo Protocolo por el que se atribuyen al Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas determinadas competencias en materia de interpretación del Convenio, se hallan recogidas en el *DOCE*, núm. C-27, de 26 de enero de 1998. Asimismo, con respecto a dicho Convenio, se ha de destacar el Convenio 92/529/CEE, de 18 de mayo de 1992, relativo a la adhesión del Reino de España y de la República Portuguesa (*DOCE*, núm. L-333, de 18 de noviembre de 1992).

¹¹⁵ *Vid.*, a este respecto, T. BALLARINO y A. BONOMI, «Sulla disciplina delle materia esclusa dal campo di applicazione della Convenzione di Roma», *Rivista di Diritto Internazionale Privato e Processuale*, Milano, 1993, pp. 948 ss.; A. BONOMI, «Il nuovo Diritto Internazionale Privato dei Contratti: La Convenzione di Roma del 19 Giugno 1980 è entrata in vigore», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, I, Milano, enero-febrero de 1992, pp. 48 ss.; ÍDEM, *Le norme imperative nel Diritto Internazionale Privato: Considerazioni sulla Convenzione Europea sulla Legge applicabile alle obbligazioni contrattuali del 19 Giugno 1980 nonché sulle Leggi italiana e svizzera di Diritto Internazionale Privato*, Milano, 1998, *passim*; A. MALATESTA, «Consideración sull'ambito di applicazione della Convenzione di Roma: Il caso dei titoli di credito», *Rivista di Diritto Internazionale Privato e Processuale*, Milano, 1992, pp. 893 ss.; L. G. RADICATI DI BROZOLO, «La Legge regolatrice dei titoli di credito», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, I, Milano, julio-agosto de 1998, pp. 446 ss., y M. (Jr.) STELLA RICHTER, «I titoli di credito nel nuovo sistema di Diritto Internazionale Privato», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, I, Milano, noviembre-diciembre de 1996, pp. 767 ss.

¹¹⁶ A este respecto existe, sin embargo, una posición contraria por parte de C. ROSSELL PIEDRAFFITA, «Normas de conflicto de leyes en materia de garantías sobre valores representados por anotaciones», *Revista Española de Derecho Internacional*, Madrid, enero-junio de 1999, p. 304, quien considera que el Convenio en cuestión es de aplicación, ya que se trata de relaciones contractuales.

b) *Derecho comunitario-nacional*

b.1) Reglamento de la Unión Europea sobre procedimientos de insolvencia

El régimen concursal del Reglamento (CE) núm. 1346/2000 del Consejo —RPI—¹¹⁷ resulta, ante todo, inaplicable a los procedimientos de insolvencia relativos a la empresas de seguros, a las entidades de crédito, a las empresas de inversión que prestaren servicios que implicaren la posesión de fondos o de valores negociables de terceros y, finalmente, a los organismos de inversión colectiva —art. 1.2 RPI—.

Por lo que respecta a los sistemas de pagos y a los Mercados Financieros, su regulación resulta escueta y limitada —art. 9 RPI—. El Reglamento en cuestión, de acuerdo con su artículo 3, responde al Principio de Universalidad Mitigada.

En tal sentido, sin perjuicio del régimen aplicable a los derechos reales de terceros, los efectos del procedimiento de insolvencia sobre los derechos y obligaciones de los participantes en un sistema de pago o compensación o en un Mercado Financiero se regirán exclusivamente por la Ley del Estado miembro aplicable a dicho sistema o mercado —art. 9.1 RPI—¹¹⁸. Ahora bien, ello no impedirá el ejercicio de una acción de nulidad, anulación o inoponibilidad de los pagos o de las transacciones, en virtud de la Ley aplicable al sistema de pago o al Mercado Financiero en cuestión —art. 9.2 RPI—.

En cuanto a los derechos reales de terceros —art. 5 RPI—, la apertura del procedimiento de insolvencia no afectará al derecho real de un acreedor o de un tercero sobre los bienes, materiales o inmateriales, muebles o inmuebles —tanto bienes determinados como conjuntos constituidos por colecciones de bienes indefinidos que varían de tanto en tanto— que pertenezcan al deudor y que, en el momento de la apertura del procedimiento, se encuentren en el territorio de otro Estado miembro —art. 5.1 RPI—. A los efectos del presente trabajo cabría señalar que entre los citados derechos se contempla el derecho exclusivo a cobrar un crédito, en particular, el derecho garantizado por una prenda de la que sea objeto el crédito o por la cesión de dicho crédito a título de garantía —art. 5.2.b) RPI—.

¹¹⁷ *Vid.*, sobre esta materia, G. BONGIORNO, «La tutela dei creditori nella nuova disciplina comunitaria delle procedure di insolvenza», *Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, Padova, marzo-abril de 2003, pp. 640-650; V. PROTO, «L'Insolvenza transfrontaliera nell'ordinamento comunitario», *Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, Padova, marzo-abril de 2003, pp. 561-579, y V. SPARANO, «Il Regolamento Comunitario sulle procedure d'insolvenza (CE 134/2000)», *Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, Padova, marzo-abril de 2003, pp. 662-664.

¹¹⁸ Considerando 27 RPI: «... Para estas operaciones sólo deberá ser determinante el Derecho aplicable al sistema o al mercado en cuestión; con esta disposición podrá evitarse que en caso de insolvencia de un socio puedan modificarse los mecanismos previstos para los sistemas de pagos y liquidaciones de operaciones y para los mercados financieros regulados de los Estados miembros. La Directiva 98/26/CE debería contener disposiciones especiales que prevalezcan sobre la normativa general del presente Reglamento».

b.2) Sistemas de pagos y compensación de valores

El legislador comunitario, tomando en consideración la inseguridad jurídica existente, la cual podía conducir o exponer a los Ordenamientos jurídicos comunitarios a un injustificable riesgo sistemático, establece el artículo 9.2 DFLSPyLV¹¹⁹ en la Sección IV —preservación de los derechos del titular de una garantía frente a los efectos de la insolvencia de quien la haya constituido—. En virtud de dicho precepto, cabe señalar que la normativa comunitaria ha impuesto, consiguientemente, el criterio *Prima —Place of the Relevant Intermediary Approach—* a los legisladores nacionales para garantizar la seguridad jurídica y reducir, consiguientemente, el riesgo de la descoordinación en los sistemas de regulación de los valores.

En este orden de cosas, la normativa nacional transpone la citada regla comunitaria en el artículo 15 LSPyLV¹²⁰. Ahora bien, respecto de la misma cabe realizar diversas consideraciones. Así, de una parte, el legislador nacional limita la aplicación

¹¹⁹ Artículo 9.2 DFLSPyLV: «Cuando se constituya una garantía mediante valores (inclusive derechos sobre valores) a favor de participantes y/o Bancos Centrales de los Estados miembros o del futuro Banco Central Europeo, tal como se describe en el apartado 1, y su derecho (o el de cualquier mandatario, agente o tercero que actúe en su nombre) respecto de los valores se inscriba legalmente en un registro, cuenta o sistema de depósito centralizado con sede en un Estado miembro, la determinación de los derechos de dichas entidades como acreedores pignoratícios sobre dichas garantías se regirán por el Derecho de dicho Estado miembro».

En este orden de cosas se ha de señalar que la mención que incorpora el citado precepto —«... tercero que actúe en su nombre...»— constituye un error o, en todo caso, escaso rigor de traducción, que genera confusión respecto de la determinación de su significado, alcance y aplicación. A este respecto hemos de señalar que la correcta interpretación de la citada alocución y la finalidad de la norma son las de incluir en el ámbito de aplicación del precepto los derechos de un tercero que actúe por cuenta de un participante, de un Banco Central de un Estado miembro o del Banco Central Europeo. Como prueba de esta aseveración, cabría aducir los textos del mencionado precepto en sus redacciones inglesa —*acting on their behalf*—, francesa —*agissant pour leur compte*— e italiana —*agiscono per conto di costoro*—. Ello no obstante, el artículo 14.1 y 2 LSPyLV ha clarificado oportunamente tal imprecisión. *Vid.*, en este sentido, C. ROSSELL PIEDRAFITA, «Normas...», *op. cit.*, pp. 301 ss.

¹²⁰ Artículo 15, «Órdenes de transferencia realizadas y garantías constituidas en otros Estados miembros de la Unión Europea», LSPyLV:

«1. En caso de incoación de un procedimiento de insolvencia de una entidad española participante en un sistema reconocido en otro Estado miembro de la Unión Europea, con arreglo a la Directiva 98/26/CE, los derechos y obligaciones, derivados de su participación en el mismo, vendrán determinados por la legislación nacional aplicable a dicho sistema.

2. La legislación española será aplicable, en cuanto a sus efectos jurídicos reales, a las garantías legalmente inscritas en un registro con sede en España a favor de un sistema español o extranjero, de sus participantes o del Banco de España, del Banco Central Europeo o de otros Bancos Centrales de los Estados miembros de la Unión Europea, vinculadas a sus operaciones de política monetaria o asociadas a la liquidación de aquellos sistemas.

Las garantías legalmente constituidas e inscritas en un registro con sede en otro Estado miembro a favor de un sistema español, de sus participantes o del Banco de España, vinculadas a operaciones de política monetaria o asociadas con la liquidación de los sistemas, se regirán por la legislación del correspondiente Estado miembro, por lo que concierne a sus efectos jurídicos reales.

3. Lo establecido en los apartados precedentes regirá incluso en relación con las garantías constituidas con valores emitidos con arreglo a la ley española, siempre y cuando unas y otros se inscriban legalmente en un registro con sede en otro Estado miembro, si bien, en este caso, cuando se trate de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, el Ministerio de Economía y Hacienda,

de la norma únicamente a los supuestos de insolvencia. A nuestro juicio, hubiera sido más deseable no contemplar dicha restricción, no obstante la rúbrica de la Sección IV de la DFLSPyLV en la que se incluye el mencionado artículo 9.2. De otra parte, desde nuestra apreciación, resulta acertado que la norma no limitara, en cambio, su aplicación solamente a los acreedores pignoratícios, sino que estableciera un criterio o conceptualización más amplios. Finalmente, habría que señalar que hubiera sido más deseable que el legislador nacional hubiera extendido el ámbito de aplicación de la norma, incorporando, junto al concepto de “garantía”, otras figuras. En efecto, el citado concepto de “garantía” presenta —en consonancia con el art. 2.m) DFLSPyLV—¹²¹ una definición determinada —art. 2.d), párrafo segundo, LSPyLV—¹²², por lo que hubiera resultado una mejora de técnica jurídica y de aplicación en el mercado el hecho de añadir otros vínculos que, siendo interpretados en sentido amplio y aplicados conjuntamente con el concepto de “garantía”, permitieren alcanzar o abarcar cualquier tipo de garantía otorgada incluso fuera del ámbito de un sistema de regulación o de operaciones de Bancos Centrales¹²³.

Asimismo, cabe poner de relieve que la normativa nacional resulta más restrictiva que la Directiva 98/26/CE, por cuanto que restringe a uno solo —inscripción en un registro: art. 15.2 LSPyLV— los puntos de conexión establecidos por la Directiva —inscripción en un registro, en una cuenta o en un sistema de depósito centralizado—¹²⁴. Ello obedecería, fundamentalmente, a que la legislación nacional del Mercado de Valores no incorpora los sistemas de titularidad indirecta, en tanto que la Directiva 98/26/CE distingue claramente entre los sistemas directos e indirectos de titularidad sobre valores. El refrendo más accesible y próximo de tal aseveración se hallaría en los artículos 11 LMV y 15 RDRVACyCLOB que establecen un vínculo inmediato y directo entre la entidad emisora de los valores y el titular registral.

En base a los citados puntos de conexión, la *lex* aplicable al *nominee*, en cuanto titularidad indirecta, bien en el ámbito de una relación bilateral como multilateral, sería, en el ámbito de la Unión Europea, la *lex situs* de la “cuenta” o del “sistema de depósito”. Por lo que respecta al Derecho nacional, en tanto que éste únicamente

a propuesta de las autoridades de supervisión de las entidades gestoras de los sistemas españoles, establecerá procedimientos adecuados de enlace y conciliación que aseguren la adecuada correspondencia entre las anotaciones de dichos registros extranjeros y las del correspondiente registro español de dichos valores y la eficacia jurídica de las garantías constituidas sobre los mismos».

Vid., a este respecto, C. PAZ-ARES y F. GARCIMARTÍN, «Conflictos de leyes...», *op. cit.*, pp. 1504 ss.

¹²¹ Artículo 2.m) DFLSPyLV: «“Garantía”: Todo activo realizable constituido como fianza (incluido dinero entregado como fianza), con arreglo a pactos de recompra o similares, o de otra forma, con el fin de garantizar los derechos y obligaciones que puedan derivarse en relación con un sistema o constituido a favor de los Bancos Centrales de los Estados miembros o al futuro Banco Central Europeo».

¹²² Artículo 2.d), párrafo segundo, LSPyLV: «A estos efectos, se entenderá como garantía todo activo realizable, incluido el dinero, que haya sido objeto de depósito, prenda, compraventa con pacto de recompra, derecho de retención o de cualquier otro negocio jurídico que tenga por finalidad asegurar los derechos y obligaciones derivados del funcionamiento de un sistema, o de las operaciones de política monetaria, o asociadas con la liquidación de los sistemas, realizadas con el Banco de España, el Banco Central Europeo o los restantes Bancos Centrales de la Unión Europea».

¹²³ *Vid.*, en este sentido, D. LOIACONO, «La Legge applicabile...», *op. cit.*, pp. 389 ss.

¹²⁴ *Vid.*, respecto de estas cuestiones, C. ROSSELL PIEDRAFITA, «Normas...», *op. cit.*, p. 304.

reconoce las titularidades directas representadas por medio de un registro contable, habría de aplicarse la “ley del registro”. En todo caso, cabe constatar que, en aras a reducir el riesgo sistemático asociado a la participación en los sistemas de liquidación de valores —Considerando 2 DFLSPyLV—, se restringe el ámbito de la autonomía de la voluntad, por cuanto que la Ley aplicable a los citados sistemas habrá de ser la del «Derecho de un Estado miembro en el que al menos uno de ellos (participantes) tenga su administración central», requiriéndose, asimismo, que dicho Estado miembro reconozca formalmente el sistema —art. 2.a) DFLSPyLV—.

c) *Derecho internacional-nacional*

c.1) Convenio de La Haya sobre la Ley aplicable a ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario

El Convenio de La Haya sobre la Ley aplicable a ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario, de 13 de diciembre de 2002 —CHLDVDI—¹²⁵, se asienta sobre determinados postulados que son recogidos expresamente en su Exposición de Motivos. A tal respecto, en primer lugar, existe un ánimo expreso de dotar de seguridad al Mercado Financiero Mundial, determinando la Ley aplicable a los valores que se hallan depositados en Centrales de Compensación y Liquidación u otros intermediarios. En segundo lugar, se enfatiza en la voluntad de reducir los riesgos jurídicos, el riesgo sistemático y otros costes asociados a las operaciones transfronterizas relativas a valores depositados en un intermediario. En tercer lugar, se aboga por la fijación de unas normas comunes relativas a la Ley aplicable sobre valores depositados en un intermediario, que pudieren resultar beneficiosas para todos los Estados independientemente de su desarrollo económico. Finalmente, se establece expresamente el principio del *Place of the Relevant Intermediary Approach* —*Prima*—, por cuanto que resulta garante de la certeza jurídica y la previsibilidad necesarias.

Asimismo, como cuestión previa, es preciso poner de relieve que el propio Convenio procede a una determinación terminológica que delimite conceptualmente su aplicación e interpretación —art. 1 CHLDVDI¹²⁶—.

¹²⁵ *Convention on the Law Applicable to certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary, concluded December 13rd, 2002.*

Vid., a este respecto, F. J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, «El Convenio de La Haya sobre la Ley aplicable a ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid, abril-junio de 2003, pp. 163-189, y R. POTOK, *Cross Border Collateral Legal Risk and the Conflict of Laws*, London, 2002.

¹²⁶ Artículo 1, «Definiciones e interpretación», CHLDVDI:

«1. En este Convenio:

a) “Valores” significa acciones, obligaciones u otros instrumentos o activos financieros (salvo dinero) o cualquier derecho sobre dichos valores.

b) “Cuenta de valores” significa una cuenta mantenida por un intermediario en la cual se abonan o adeudan los valores.

c) “Intermediario” significa toda persona que, en el ámbito de su actividad profesional o de forma habitual, mantiene cuentas de valores a nombre de otros o a su propio nombre y a nombre de otros, y actúa en esa calidad.

d) “Titular de la cuenta” significa la persona a cuyo nombre un intermediario mantiene una cuenta de valores.

e) “Contrato de cuenta” significa, en relación con una cuenta de valores, el contrato con el intermediario relevante que rija dicha cuenta.

f) “Valores depositados en un intermediario” significa los derechos que tiene un titular de una cuenta de valores derivados de la anotación de valores en dicha cuenta de valores.

g) “Intermediario relevante” significa el intermediario que mantiene la cuenta de valores a nombre del titular de la cuenta.

h) “Disposición” significa cualquier transferencia de propiedad plena o en garantía y cualquier atribución, posesoria o no, de derechos reales limitados de garantía.

i) “Oponibilidad” significa la realización de los actos necesarios para hacer eficaz una disposición frente a toda persona que no sea parte en la misma.

j) “Establecimiento” significa, en relación al intermediario, un lugar de actividad profesional en el cual se llevan a cabo cualesquiera de las actividades del intermediario, excluyendo un lugar de actividades profesionales que pretende ser meramente temporal y un lugar de actividades profesionales de cualquier otra persona distinta del intermediario.

k) “Procedimiento de insolvencia” significa un procedimiento colectivo judicial o administrativo, incluyendo un procedimiento provisional, en el cual los bienes y actividades del deudor quedan sujetos a control o supervisión de un Tribunal o de otra autoridad competente con el fin de su reorganización o liquidación.

l) “Síndico” significa una persona autorizada, incluso con carácter provisional, para administrar la reorganización o la liquidación, y comprende también al propio deudor si lo permite la ley aplicable a la insolvencia.

m) “Estado con diversas unidades” significa un Estado en el cual dos o más unidades territoriales de dicho Estado, o el propio Estado y una o más de sus unidades territoriales, tienen sus propias normas en relación con las cuestiones enumeradas en el artículo 2(1).

n) “Escrito” significa toda información (incluida la información comunicada por medios telemáticos) que se encuentra recogida en un soporte material o en cualquier otro soporte que permita su posterior reproducción en un soporte material.

2. Las referencias en este Convenio a una disposición de valores depositados en un intermediario incluyen:

a) una disposición cuyo objeto sea la propia cuenta de valores;

b) una disposición a favor del intermediario del titular de la cuenta; y

c) una preferencia legal a favor del intermediario del titular de la cuenta en relación con un crédito que se derive de las actividades de mantenimiento de la cuenta u otras operaciones sobre la misma.

3. Una persona no será considerada como intermediario a los efectos del presente Convenio por la sola razón de que:

a) actúe como agente de registro o de transferencia del emisor de los valores; o

b) anote en sus propios libros datos relativos a cuentas de valores mantenidas por un intermediario a nombre de otras personas para las cuales aquélla actúa como gestor, agente o en otra condición puramente administrativa.

4. Sin perjuicio de lo establecido en el apartado 5, una persona será considerada, a efectos del presente Convenio, como intermediario respecto de los valores anotados en cuentas de valores que dicha persona mantiene en calidad de depositario central de valores o que de cualquier otra forma se transfieren mediante anotaciones en las cuentas de valores que ella mantiene.

5. Respecto de los valores que se anotan en las cuentas de valores mantenidas por una persona en calidad de operador de un sistema de depósito y transferencia de dichos valores en los registros del emisor o en otros registros que constituyan los registros iniciales de legitimación frente al emisor,

c.1.1) Ámbito de aplicación

El ámbito de aplicación del Convenio se determina en función de dos criterios, positivo el uno y negativo el otro. De acuerdo con el criterio positivo, el artículo 2.1 CHLDVDI determina, con respecto de valores depositados en un intermediario, la Ley aplicable a la naturaleza jurídica y los efectos frente al intermediario y frente a terceros de los derechos derivados de las anotaciones de valores en una cuenta de valores —apartado *a*)—; la naturaleza jurídica y los efectos frente al intermediario y frente a terceros de una disposición de valores depositados en un intermediario —apartado *b*)—; los eventuales requisitos de oponibilidad de una disposición de valores depositados en un intermediario —apartado *c*)—; la cuestión de si el derecho de una persona sobre los valores depositados en un intermediario extingue o tiene prioridad sobre los derechos de cualquier otra persona —apartado *d*)—; las obligaciones, en su caso, del intermediario frente a cualquier persona distinta del titular de la cuenta que alegare un derecho concurrente con el del titular o con el de otra persona sobre los valores depositados en dicho intermediario —apartado *e*)—; los eventuales requisitos para la realización de los derechos sobre los valores depositados en un intermediario —apartado *f*)— y, por último, la contienda de si una disposición de valores depositados en un intermediario se extiende a los derechos sobre los dividendos, intereses u otras distribuciones, o sobre su amortización, precio u otras utilidades —apartado *g*)—. Asimismo, se dota de mayor firmeza a la aplicación del Convenio, afirmándose que la determinación de la Ley aplicable la llevará a cabo con respecto de las disposiciones de valores o de derechos sobre valores depositados en un intermediario, incluso en los casos en los que los derechos derivados de una anotación de dichos valores en la cuenta de valores —de acuerdo con el citado apartado *a*)— fueren de naturaleza contractual —art. 2.2 CHLDVDI—.

De otra parte, en función del criterio negativo —y sin perjuicio de lo establecido en el art. 2.2 CHLDVDI—, el Convenio no determinará la Ley aplicable a los derechos y obligaciones derivados de la anotación de valores en una cuenta de valores, en la medida en la que tales derechos o deberes fueren meramente contractuales o de naturaleza meramente personal —apartado *a*)—; los derechos contractuales u otros derechos de carácter personal y las obligaciones de las partes de una disposición de valores depositados en un intermediario —apartado *b*)— o los derechos y obligaciones del emisor de valores o del registro o agente de transferencia del emisor, tanto en relación con el titular de la cuenta como en relación con cualquier otra persona —apartado *c*)—.

Finalmente, en reconocimiento propio de su naturaleza internacional, el Convenio prevé, con carácter general, su aplicación a todas las situaciones que implicaren un conflicto entre las Leyes de diferentes Estados —art. 3 CHLDVDI—.

el Estado contratante bajo cuya ley se crearon los valores podrá, en cualquier momento, declarar que el operador de dicho sistema no será considerado un intermediario a los efectos de este Convenio».

c.1.2) Determinación del Ordenamiento jurídico aplicable

La determinación de la Ley ¹²⁷ aplicable se lleva a cabo en función de diferentes puntos de conexión, que presentan, entre ellos, una interrelación regida por un orden de jerarquía en la que cabría destacar el Punto de Conexión Principal y los Puntos de Conexión Subsidiarios. Ahora bien, el Convenio presenta un principio de universalidad, por cuanto que se aplicará incluso en los supuestos en los que la Ley designada fuere la de un Estado no contratante —art. 9 CHLDVDI— ¹²⁸.

En primer lugar, de acuerdo con el Punto de Conexión Principal, la Ley aplicable a todas las cuestiones enunciadas en el artículo 2.1 CHLDVDI resulta ser la Ley en vigor en el Estado expresamente designado en el contrato de cuenta como aquel Estado cuya Ley rigiere el contrato de cuenta o, si el contrato de cuenta expresamente estableciere que otra Ley fuere la aplicable a tales cuestiones, esta última Ley —art. 4.1 CHLDVDI—. Ahora bien, la Ley determinada de este modo tan sólo será aplicable en el caso de que el intermediario relevante tuviere, en el momento de celebrar el contrato, un establecimiento en dicho Estado. Sin embargo, tal establecimiento ha de reunir determinados requisitos para que se verifique la previsión del tipo legal; así, de una parte, se exige que el citado establecimiento, bien de un modo solitario o bien junto con otros establecimientos del intermediario relevante o junto con otras personas que actúen para el intermediario relevante, tanto en dicho Estado como en otro, efectúe o supervisare anotaciones en cuenta de valores —apartado a), i)—; realizare la administración de los pagos o de otras actividades societarias relativas a los valores depositados en el intermediario —apartado a), ii)—, o participare, de cualquier otro modo, en una actividad profesional o regular el mantenimiento de las cuentas —apartado a), iii)— ¹²⁹; de otra parte, se requiere que el establecimiento en cuestión fuere identificado mediante un núme-

¹²⁷ Artículo 10, «Exclusión del reenvío», CHLDVDI: «A efectos del presente Convenio, se entiende por “Ley” el Derecho vigente en un Estado, con exclusión de sus normas de conflicto de leyes».

¹²⁸ En relación con el mencionado principio, cabría añadir que el propio Convenio enfatiza su carácter internacional, ya que establece que habrá de observarse este criterio a los efectos de interpretación del mismo. Igualmente, incide en la necesidad de promover la uniformidad en su aplicación —art. 13 CHLDVDI—.

¹²⁹ Ahora bien, el mismo Convenio determina los supuestos, en base a los cuales se excluye que un establecimiento participe en una actividad profesional o regular de mantenimiento de cuentas de valores:

Artículo 4, «Conexión Principal», CHLDVDI:

«2. A los efectos del apartado (1)(a), un establecimiento no participa en una actividad profesional o regular de mantenimiento de cuentas de valores:

a) Por el mero hecho de que sea un lugar donde se encuentra la tecnología que da soporte a los registros o al proceso de datos relativos a cuentas de valores.

b) Por el mero hecho de que sea un lugar donde se localizan u operan los centros de llamadas para la comunicación con los titulares de las cuentas.

c) Por el mero hecho de que sea un lugar donde se preparan, almacenan o archivan las comunicaciones relativas a las cuentas de valores.

d) Si sólo participa en actividades de representación o de administración, diferentes de las relativas a la apertura o al mantenimiento de cuentas de valores, y no tiene autoridad para celebrar contratos de cuenta de valores».

ro de cuenta, un código bancario o a través de cualquier otra forma de identificación particular, como un establecimiento que mantuviere cuentas de valores en el propio Estado —apartado b)—.

Ahora bien, dentro del seno del Punto de Conexión Principal se regula un supuesto específico, consistente en una disposición de valores que efectúe el titular de la cuenta de valores depositados en un intermediario a favor del propio intermediario —art. 4.3 CHLDVDI—. En tal caso —y con independencia de que el citado intermediario mantuviere o no una cuenta de valores propia en sus registros—, a los efectos del Convenio, dicho intermediario es el intermediario relevante —apartado a)—; el contrato de cuenta celebrado entre el titular de la cuenta y dicho intermediario es el contrato de cuenta relevante —apartado b)—, y la cuenta de valores a la que se refiere el artículo 5.2 y 3 CHLDVDI es la cuenta de valores en la que se anotaban los valores inmediatamente antes de la disposición —apartado c)—.

En segundo lugar, respecto de los Puntos de Conexión Subsidiarios, cabe manifestar, ante todo, que éstos no solamente presentan un régimen de subordinación con respecto del Punto de Conexión Principal, sino que, a su vez, entre los mismos criterios o parámetros que integran tales Puntos de Conexión Subsidiarios existe, igualmente, un régimen de preferencia y de subordinación. Así, el punto de conexión a aplicar con “preferencia” se hallaría en el artículo 5.1 CHLDVDI. En base al mismo, en el supuesto de que la Ley aplicable no hubiere quedado determinada en función del Punto de Conexión Principal, mas del contrato de cuenta escrito resultare de manera expresa y sin ambigüedad que el intermediario relevante celebró dicho contrato a través de un determinado establecimiento¹³⁰, la Ley aplicable a las materias contempladas en el artículo 2.1 CHLDVDI será la Ley en vigor en el Estado —o en la unidad territorial de un Estado con diversas unidades—¹³¹ en

¹³⁰ A este respecto, el propio Convenio establece el elenco de criterios que no regirán para la verificación de la concurrencia del citado requisito que ha de derivarse del contrato de cuenta.

Artículo 5, «Conexiones Subsidiarias», CHLDVDI:

«1. (...) A fin de decidir si de un contrato de cuenta resulta de manera expresa e indubitada que dicho contrato se celebró a través de un determinado establecimiento, no se tendrán en cuenta los siguientes elementos:

a) Una cláusula que disponga que una notificación o cualquier otro documento puede o debe entregarse al intermediario relevante en ese establecimiento.

b) Una cláusula que disponga que el intermediario relevante puede o debe ser demandado en un Estado determinado o en una unidad territorial determinada de un Estado con diversas unidades.

c) Una cláusula que disponga que la información sobre el estado de las cuentas de valores o cualquier otro documento puede o debe ser enviado por el intermediario relevante desde dicho establecimiento.

d) Una cláusula que disponga que cualquiera de los servicios que presta el intermediario relevante puede o debe ser prestado desde dicho establecimiento.

e) Una cláusula que disponga que una operación o función puede o debe ser realizada por el intermediario relevante en ese establecimiento».

¹³¹ Artículo 12, «Determinación de la ley aplicable en los Estados con diversas unidades», CHLDVDI:

«1. Si el titular de la cuenta y el intermediario relevante han acordado que la ley aplicable sea la ley de una unidad territorial de un Estado con diversas unidades:

el que se encontrare dicho establecimiento, toda vez que éste cumpliera las condiciones previstas en el artículo 4.1 CHLDVDI. De otra parte, se halla el punto de conexión a aplicar con carácter de “subordinación de primer grado” —art. 5.2 CHLDVDI—. De acuerdo con él, la Ley aplicable será la Ley en vigor en el Estado —o en la unidad territorial del Estado con diversas unidades— conforme a cuya Ley el intermediario relevante se hubiere constituido o, en su defecto, organizado en el momento de celebración del contrato de cuenta escrito o, en el supuesto de que no existiere tal contrato, en el momento de apertura de la cuenta de valores. En este orden de cosas, cabe señalar que se prevé una regla especial para los Estados que tuvieren diversas unidades territoriales con “legislaciones asimétricas”. Así, en el supuesto de que un intermediario relevante estuviere incorporado o, en su defecto, constituido bajo la Ley de un Estado con diversas unidades pero no bajo la Ley de “una de sus unidades territoriales”, la Ley aplicable será la Ley en vigor en la unidad territorial de dicho Estado en el que el intermediario relevante ejerciere sus actividades, y, en el supuesto de que las ejerciere en diversos lugares, la Ley del lugar de actividad principal, en el momento de la celebración del contrato de cuenta escrito o, si no hubiere tal contrato, en el momento de apertura de la cuenta de valores. Finalmente, se hallaría el punto de conexión que representa la “su-

a) Las referencias al “Estado” en la primera frase del artículo 4(1) es a esa unidad territorial.

b) Las referencias a “ese Estado” en la segunda frase del artículo 4(1) es al Estado con diversas unidades en su conjunto.

2. Al aplicar este Convenio:

a) el Derecho vigente en una unidad territorial de un Estado con diversas unidades incluye tanto el Derecho de dicha unidad como, en la medida en que sea aplicable en esa unidad territorial, el Derecho del propio Estado con diversas unidades;

b) si el Derecho vigente en una unidad territorial de un Estado con diversas unidades designa el Derecho de otra unidad territorial del mismo Estado como la ley que rige la oponibilidad mediante depósito, inscripción o registro público, estas cuestiones se regularán por la ley de esa otra unidad territorial.

3. Un Estado con diversas unidades, en el momento de la firma, de la ratificación, de la aceptación, de la aprobación o de la adhesión, podrá declarar que si, conforme al artículo 5, la ley aplicable es la de ese Estado con diversas unidades o la de una unidad territorial de ese Estado con diversas unidades. Las normas de conflicto internas vigentes en ese Estado con diversas unidades determinarán si la ley material aplicable es la del Estado con diversas unidades o la de una determinada unidad territorial de ese Estado con diversas unidades. El Estado con diversas unidades que haga esta declaración deberá comunicar la información relativa al contenido de esas normas de conflicto internas a la Oficina Permanente de la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado.

4. Un Estado con diversas unidades podrá declarar, en cualquier momento, que si la ley aplicable conforme al artículo 4 es la de una de sus unidades territoriales, la ley de dicha unidad territorial sólo se aplique si el intermediario relevante tiene un establecimiento en dicha unidad territorial que satisfaga los requisitos establecidos en la segunda frase del artículo 4(1). Esa declaración no afectará a las disposiciones realizadas antes de que la declaración sea efectiva».

Artículo 20, «Estados con diversas unidades», CHLDVDI:

«1. Un Estado con diversas unidades podrá declarar, en el momento de la firma, de la ratificación, de la aceptación, de la aprobación o de la adhesión, que el Convenio se aplicará a todas sus unidades territoriales o solamente a una o varias de ellas.

2. Estas declaraciones indicarán expresamente las unidades territoriales a las que el Convenio será aplicable.

3. En el caso de que un Estado no formule la declaración prevista en el apartado 1, el Convenio se aplicará a todas las unidades territoriales de dicho Estado».

bordinación de segundo grado” —art. 5.3 CHLDVDI—. En función del mismo, en los casos en que la Ley aplicable no se hubiere determinado de acuerdo con ninguno de los precedentes parámetros o criterios, dicha Ley será la Ley en vigor en el Estado —o en la unidad territorial del Estado con diversas unidades— en el que el intermediario relevante ejerciere sus actividades y, en el supuesto de que las ejerciere en diversos lugares, la Ley del lugar de actividad principal, en el momento de la celebración del contrato de cuenta escrito o, si no hubiere tal contrato, en el momento de apertura de la cuenta de valores.

Ahora bien, el Convenio también delimita expresamente los criterios o parámetros negativos excluidos para la determinación de la Ley aplicable —art. 5.3 CHLDVDI—. Así, a fin de la citada determinación, no se considerará el lugar donde el emisor de valores se hubiere constituido o, en su defecto, organizado o donde tuviere su domicilio estatutario o registral, su centro de administración, su lugar de actividad o su lugar principal de actividad —apartado *a)*—; el lugar en el que se encontraren los documentos representativos de los valores o que hicieren prueba de su existencia —apartado *b)*—; el lugar donde radicare el registro de titularidades de valores que mantuviere el emisor o un tercero por cuenta del emisor —apartado *c)*— y, finalmente, el lugar en el cual se encontrare cualquier otro intermediario diferente del intermediario relevante —apartado *d)*—.

c.1.3) Modificación de la Ley aplicable y protección de derechos

El Convenio regula el régimen de modificación del contrato de cuenta que implicare un cambio en la Ley aplicable —art. 7 CHLDVDI—. Así, tras proceder a la definición terminológica de “nueva Ley” y “Ley anterior”¹³², establece que la nueva Ley se aplica a todas las materias comprendidas en el artículo 2.1 CHLDVDI.

Ahora bien, excepto en lo que respectare a la parte que hubiere consentido el cambio de la Ley aplicable, la anterior Ley continuará aplicándose a tres materias —art. 7.4 CHLDVDI—. En primer lugar, seguirá rigiendo la existencia de un derecho sobre valores depositados en un intermediario, adquirido con anterioridad al cambio de la Ley aplicable, y la oponibilidad de una disposición de dichos valores realizada antes del cambio de Ley —apartado *a)*—. En segundo lugar, con respecto a un derecho sobre valores depositados en un intermediario, adquirido antes del cambio de Ley, seguirá aplicándose a la naturaleza jurídica y a los efectos del citado derecho frente al intermediario relevante o frente a cualquier persona que hubiere sido parte de una disposición de tales valores realizada antes del cambio de Ley —apartado *b), i)*—; a la naturaleza jurídica y a los efectos del citado derecho frente a cualquier persona que, después del cambio de Ley, pretendiere obtener un embargo de los valores —apartado *b), ii)*— y a la determinación de las cuestiones enumeradas en

¹³² Artículo 7, «Protección de derechos en los casos de cambios de Ley aplicable», CHLDVDI:

«2. En este artículo:

a) “La nueva Ley” significa la Ley aplicable en virtud de este Convenio después de la modificación.
b) “La Ley anterior” significa la Ley aplicable en virtud de este Convenio antes de la modificación».

el artículo 2.1 CHLDVDI, frente al Síndico nombrado en un procedimiento de insolvencia que se hubiere abierto después del cambio de Ley —apartado *b)*, *iii)*—. En tercer lugar, la anterior Ley seguirá vigente respecto de la prioridad entre aquellas partes cuyos derechos hubieren sido adquiridos antes del cambio de Ley —apartado *c)*—. Sin embargo, esta última previsión no impide la aplicación de la nueva Ley a la prioridad de un derecho adquirido conforme a la Ley anterior pero que fuere oponible conforme a la nueva Ley —art. 7.5 CHLDVDI—.

c.1.4) Régimen de la insolvencia

El Convenio, a este respecto, se otorga un régimen de aplicación basado en el principio de pseudouniversalidad, por cuanto que, aun cuando se hubiere abierto un procedimiento de insolvencia, la Ley aplicable en virtud del Convenio regirá todas las cuestiones enunciadas en el artículo 2.1 CHLDVDI con respecto de cualquier hecho que hubiere acontecido antes de la apertura de dicho procedimiento —art. 8.1 CHLDVDI—.

Sin embargo, atendiendo al citado principio, el Convenio también contempla supuestos de exclusión del mismo —art. 8.2 CHLDVDI—. Así, no afectará a la aplicación de las reglas sustantivas o procesales de naturaleza concursal relativas, de una parte, al rango de los créditos o a la impugnación de una disposición llevada a cabo durante el período sospechoso o de retroacción de la insolvencia o en fraude de acreedores —apartado *a)*— y, de otra parte, a la realización de los derechos después de la apertura del procedimiento de insolvencia —apartado *b)*—.

c.1.5) Régimen de Normas Transitorias

El Convenio presenta, asimismo, un Régimen de Normas Transitorias, que regulan dos supuestos.

De una parte, el artículo 15 CHLDVDI regula la prioridad ente los derechos adquiridos antes de la entrada en vigor del Convenio y los derechos adquiridos con posterioridad a tal entrada en vigor. Así, en un Estado contratante, la Ley aplicable en virtud del Convenio determina si el derecho de una persona sobre los valores depositados en un intermediario, adquirido después de que el Convenio hubiere entrado en vigor en dicho Estado, extingue o tiene prioridad sobre el derecho de otra persona, adquirido antes de la entrada en vigor del Convenio en cuestión en el citado Estado.

De otra parte, el artículo 16 CHLDVDI establece la regulación de los contratos de cuenta y cuentas de valores anteriores a la entrada en vigor del Convenio. En virtud de ello, salvo que el contrato de cuenta contuviere alguna referencia expresa al Convenio, los Tribunales de un Estado contratante aplicarán el régimen de los apartados 3 y 4 del artículo 16 CHLDVDI al aplicar, a su vez, el artículo 4.1 CHLDVDI a los contratos de cuenta celebrados antes de la entrada en vigor del

Convenio en el Estado en cuestión. Un Estado contratante podrá declarar, en el momento de la firma, ratificación, aceptación, aprobación o adhesión, que sus Tribunales no aplicarán los citados apartados a los contratos de cuenta celebrados después de la entrada en vigor del Convenio pero con anterioridad a la entrada en vigor del mismo para tal Estado. Si el Estado contratante fuere un Estado con diversas unidades, la citada declaración podrá hacerse para cualquiera de sus unidades territoriales —art. 16.2 CHLDVDI—.

Asimismo, cualquier cláusula expresa de un contrato de cuenta que tuviere por efecto, de acuerdo con las normas del Estado cuya Ley rigiere el contrato, que la Ley en vigor en un Estado —o en una unidad territorial— se aplicare a todas las cuestiones enunciadas en el artículo 2.1 CHLDVDI tendrá por efecto que dicha Ley rija todas las cuestiones citadas en tal precepto, siempre que el intermediario relevante tuviere, en el momento de celebrar el contrato, un establecimiento en dicho Estado que satisficiera los requisitos establecidos en el segundo inciso del artículo 4.1 CHLDVDI. Un Estado contratante podrá declarar, en el momento de la firma, ratificación, aceptación, aprobación o adhesión, que sus Tribunales no aplicarán el artículo 16.3 CHLDVDI en relación con los contratos de cuenta descritos en el mismo, en los que las partes hubieren acordado expresamente que la cuenta de valores se localizare en un Estado diferente. En el supuesto de que el Estado contratante fuere un Estado con diversas unidades, tal declaración podrá realizarse para cualquiera de sus unidades territoriales —art. 16.3 CHLDVDI—.

Finalmente, en el caso de que las partes en un contrato de cuenta, distinto del contemplado en el artículo 16.3 CHLDVDI, hubieren acordado que la cuenta de valores se mantuviere en un Estado —o en una unidad territorial—, la Ley en vigor en dicho Estado —o en dicha unidad territorial— se aplicaría a todas las cuestiones contempladas en el artículo 2.1 CHLDVDI, siempre que el intermediario relevante tuviere, en el momento de celebrar el contrato, un establecimiento en dicho Estado que satisficiera los requisitos establecidos en el segundo inciso del artículo 4.1 CHLDVDI. El mencionado acuerdo podrá ser expreso o derivarse de un modo implícito de las disposiciones del contrato en su conjunto o de las circunstancias concurrentes.

c.2) Derecho nacional: normas de Derecho Internacional Privado

El legislador nacional no lleva a cabo un tratamiento exhaustivo de la cuestión y adopta, simplemente, el principio de *lex situs o lex rei sitae*. De acuerdo con el mismo, el artículo 204.1 LC señala que los efectos del concurso sobre derechos que recayeren en valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta se regirán por la Ley del Estado del registro donde dichos valores estuvieren anotados. A este respecto, se ha de considerar que la norma comprende cualquier registro de valores legalmente reconocido, incluidos los llevados por entidades financieras sujetas a supervisión legal. A nuestro juicio, la opción elegida no resulta acertada ni oportuna, toda vez que la misma no responde a la complejidad, problemática, diversidad de supuestos, necesidades y exigencias de los “Sistemas Multinivel” en

los que se ubican los valores depositados en un intermediario y, de hecho, impide la activación de tales “Sistemas”. Más aún, el criterio elegido como punto de conexión puede conducir, en la práctica, a una ardua labor de indagación del mismo, resultando excesivamente onerosa, amén de disfuncional y contraria a las necesidades del tráfico de mercado¹³³.

Ahora bien, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 201 LC —derechos reales y reservas de dominio—, los efectos del concurso sobre los derechos y obligaciones de los participantes en un sistema de pago o compensación o en un mercado financiero se regirán exclusivamente por la Ley del Estado aplicable a dicho sistema o mercado —art. 204.1 LC—.

BIBLIOGRAFÍA

1. Obras generales

- BALLARINO, Tito, *Diritto Internazionale Privato*, Padova, 1996.
BATIFFOL, Henri, *Droit Internaional Privé*, vol. II, Paris, 1980.
DE CASTRO Y BRAVO, Federico, *Derecho Civil de España*, t. I, Madrid, 1984.
LOSS, Louis, y SELIGMAN, Joel, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston-New York-Toronto-London, 1995.
THOMAS, William Arthur, *The Securities Market*, New York-London, 1989.

2. Monografías

- ARANA RODRÍGUEZ, Remedios, *La prenda de créditos*, Madrid, 1996.
BENJAMIN, Joanna, *The Law of Global Custody*, London, 1999.
BONOMI, Andrea, *Le norme imperative nel Diritto Internazionale Privato: Considerazioni sulla Convenzione Europea sulla Legge applicabile alle aobbligazioni contrattuali del 19 Giugno 1980 nonché sulle Leggi italiana e svizzera di Diritto Internazionale Privato*, Milano, 1998.
BRIDGE, Michael, y STEVENS, Robert, *Cross-Border Security and Insolvency*, Oxford, 2001.
BROSETA PONT, Manuel, *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*, Madrid, 1984.
CLARET MARTÍ, Pompeyo, *De la fiducia y del trust: Estudio de Derecho comparado*, Barcelona, 1946.
COLEGIO DE ABOGADOS DE MADRID, *Informe sobre el Anteproyecto de Ley Concursal que el Ilustre Colegio de Abogados de Madrid eleva a la consideración del Excmo. Sr. Ministro de Justicia, de 22 de octubre de 2001*, Madrid.
CONSEJO ECONÓMICO Y SOCIAL, *Dictamen del Consejo Económico y Social sobre el Anteproyecto de Ley Concursal y el Anteproyecto de Ley Orgánica para la Reforma Concursal, de 8 de noviembre de 2001*, Madrid.
CONSEJO GENERAL DEL PODER JUDICIAL, *Informe sobre el Anteproyecto de Ley Concursal del Consejo General del Poder Judicial, de 6 de noviembre de 2001*, Madrid.
DE CASTRO Y BRAVO, Federico, *El negocio jurídico*, Madrid, 1985.

¹³³ Vid., en igual sentido, C. PAZ-ARES y F. GARCIMARTÍN, «Conflictos de leyes...», *op. cit.*, pp. 1496 ss.

- FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus J., y WYMEERSCH, Eddy, *Capital Markets in the Age of the Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, The Hague, 2002.
- FÍNEZ RATÓN, José Manuel, *Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios. La prenda de créditos*, Barcelona, 1994.
- FLETCHER, Ian F., *Cross-Border Insolvency: Comparative Dimensions*, Aberystwyth, 1990.
— *Cross-Border Insolvency: National and Comparative Studies*, Tübingen, 1992.
— *Insolvency in Private International Law*, Oxford, 1999.
- FUENTESECA, Cristina, *El negocio fiduciario en la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Barcelona, 1997.
- GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín, *Negocios fiduciarios en Derecho mercantil*, Madrid, 1981.
- GARRIGUES, Joaquín, y URÍA, Rodrigo, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. I, Madrid, 1976.
- GATTI, Serafino, *Il credito su pegno*, Milano, 1997.
- GINÉS CASTELLET, Nuria, *El negocio fiduciario de garantía: Recepción y evolución de su teoría en Derecho español*, Barcelona, 1996.
- GOODE, Roy, «The nature and transfer of rights in dematerialised and immobilised securities», en *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, London, abril de 1996, pp. 167-176.
- GROUP OF THIRTY, *Securities Clearance and Settlement in the World's Securities Markets*, London, 1989.
- JAMESON, Ian, «Cross-Border Securities Collateralisation-Lenders Beware», en *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, London, noviembre de 1996, pp. 465-469.
- JORDANO BAREA, Juan Bautista, *El negocio fiduciario*, Barcelona, 1959.
- MARTÍNEZ DE SALINAS MENDOZA, Eduardo, *El Mercado de Valores. Ordenación Legal del Mercado español de Valores Mobiliario*, Pamplona, 1992.
- MEJÍAS GÓMEZ, Javier, *Prenda de acciones*, Cizur Menor (Navarra), 2002.
- POTOK, Richard, *Cross Border Collateral Legal Risk and the Conflict of Laws*, London, 2002.
- PRIME, Terence, *International Bonds and Certificates of Deposit*, London, 1990.
- RODRÍGUEZ-ROSADO, Bruno, *Fiducia y pacto de retro en garantía*, Madrid, 1998.
- RUBINO, Domenico, *El negocio jurídico indirecto*, Madrid, 1953.
- SALINAS ADELANTADO, Carlos, *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*, Valencia, 1996.
- SEC, *Preliminary Report on the Practice of Recording the Ownership of Securities in the Records of the Issuer in Other Than the Name of the Beneficial Owner of Such Securities*, New York, 1975.
— *Final Report on the Practice of Recording the Ownership of Securities in the Records of the Issuer in Other Than the Name of the Beneficial Owner of Such Securities*, New York, 1976.
— *Staff Report on Corporate Accountability: A Re-examination of Rules Relating to Shareholder Communications, Shareholder Participation in the Corporate Electoral Process and Corporate Governance Generally*, Senate Committee on Banking, Housing & Urban Affairs, 96th Congress, 2d Session 327-328, Committee Print, Washington, 1980.
- VAN HOUTTE, Hans, *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, London, 1999.
- VEIGA COPO, Abel Benito, *La prenda de acciones*, Madrid, 2002.

3. Artículos y obras colectivas

- ALBALADEJO GARCÍA, Manuel, «El llamado negocio fiduciario es simplemente un negocio simulado relativamente», *Actualidad Civil*, Madrid, 1993, pp. 663 ss.

- ALEMANY EGUIDAZU, Jesús, «La prenda de créditos financieros diferenciales», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 91, Madrid, julio-septiembre de 2003, pp. 39-84.
- ANNUNZIATA, Filippo, «Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla Convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (Directiva 2002/47/CE)», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, Milano, marzo-abril de 2003, pp. 177-223.
- BALLARINO, Tito, y BONOMI, Andrea, «Sulla disciplina delle materia esclusa dal campo di applicazione della Convenzione di Roma», *Rivista di Diritto Internazionale Privato e Processuale*, Milano, 1993, pp. 948 ss.
- BANK OF ENGLAND, «The Gilt Repo Market. November 1995», *Bank of England Quarterly Bulletin*, London, 1995, pp. 16 s.
- BERHAGEN, Rick, «Book-entry Securities and Private International Law. The Transfer and Pledge of Securities held in International Multi-tiered Securities Holding Systems», *European Business Law Review*, marzo-abril de 2000, pp. 112-127.
- BONGIORNO, Girolamo, «La tutela dei creditori nella nuova disciplina comunitaria delle procedure di insolvenza», *Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, Padova, marzo-abril de 2003, pp. 640-650.
- BONOMI, Andrea, «Il nuovo Diritto Internazionale Privato dei Contratti: La Convenzione di Roma del 19 Giugno 1980 è entrata in vigore», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, I, Milano, enero-febrero de 1992, pp. 36-107.
- CRUZ MORENO, María, «La prenda de créditos», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 618, Madrid, 1993, pp. 1271-1316.
- DE CASTRO Y BRAVO, Federico, «El negocio fiduciario», *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Madrid, 1972, pp. 29 ss.
- DEVOS, Diego, «The European Directive of 19 May 1998 on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems», *Capital Markets in the Age of the Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, The Hague, 2002, pp. 362-388.
- DÍAZ MORENO, Alberto, «La prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 603, Madrid, marzo-abril de 1991, pp. 382 ss.
- FOSCHINI, Marcello, «In tema di pegno di titoli di credito», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, Milano, abril-junio de 1965, pp. 161-243.
- GARCIMARTÍN ÁLFERREZ, FRANCISCO J., «El Convenio de La Haya sobre la Ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid, abril-junio de 2003, pp. 163-189.
- GIL RODRÍGUEZ, Jacinto, «La prenda de derechos de crédito», en Ubaldo NIETO CAROL y Miguel MUÑOZ CERVERA (coords.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, Madrid, 1996, pp. 333-375.
- HUANG, Roger D., y LAI, Tsong-Yue, «Financial Asset Substitutability and International Asset Pricing», en *Advances in Financial Planning and Forecasting. Internacional Dimensions of Securities and Currency Markets*, vol. 4, part. A, Greenwich (Connecticut)-London (England), 1990, pp. 171-196.
- LIMBERTINI, Mario, «Osservazioni sul valore giuridico del "transfert" nella circolazione delle azioni di Società», *Rivista delle Società*, Milano, julio-agosto de 1966, pp. 785-906.
- LOIACONO, Dario, «La Legge applicabile alle garanzie per la partecipazione ai sistema di regolamento titoli dopo il recepimento dell'art. 9, comma 2.º, Direttiva 98/26/CE», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, Milano, mayo-junio de 2002, pp. 380-400.
- MALATESTA, Alberto, «Consideración sull'ambito di applicazione della Convenzione di Roma: Il caso dei titoli di credito», *Rivista di Diritto Internazionale Privato e Processuale*, Milano, 1992, pp. 893 ss.
- MEJÍAS GÓMEZ, Javier, «Prenda de participaciones sociales y de acciones representadas mediante títulos», en Ubaldo NIETO CAROL y Miguel MUÑOZ CERVERA (coords.), *Tratado*

- de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, Madrid, 1996, pp. 595-669.
- MUÑOZ CERVERA, Miguel, «La prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta», en Juan Luis IGLESIAS PRADA (COORD.), *Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, t. I, *Introducción y Títulos Valor*, Madrid, 1996, pp. 1237-1292.
- «Prenda sobre valores públicos representados mediante anotaciones en cuenta», en Ubaldo NIETO CAROL y Miguel MUÑOZ CERVERA (COORDS.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, Madrid, 1996, pp. 723-797.
- OLIVENCIA RUIZ, Manuel, «Introducción al estudio de las garantías mobiliarias en Derecho Mercantil», en Ubaldo NIETO CAROL y Miguel MUÑOZ CERVERA (COORDS.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, Madrid, 1996, pp. 21-54.
- PANTALEÓN PRIETO, Fernando, «Cesión de créditos», *Anuario de Derecho Civil*, Madrid, octubre-diciembre de 1988, pp. 1033-1131.
- «Prenda de créditos: Nueva jurisprudencia y tarea para el legislador concursal», *La Ley*, núm. 4421, Madrid, 20 de noviembre de 1997, pp. 1460-1464.
- «Negocio Fiduciario», en *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, t. III, Madrid, pp. 4407-4409.
- PAZ-ARES, Cándido, «La desincorporación de los títulos-valor (el marco conceptual de las anotaciones en cuenta)», en *El nuevo Mercado de Valores*, Madrid, 1995, pp. 81-106.
- PAZ-ARES, Cándido, y GARCIMARTÍN, FRANCISCO, «Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros», *Revista de Derecho Mercantil*, Madrid, octubre-diciembre de 2000, pp. 1479-1517.
- PRIES RICARDO, Adolfo, «Prenda sobre valores privados representados mediante anotaciones en cuenta. Especial consideración sobre los valores cotizados en Bolsa», en Ubaldo NIETO CAROL y Miguel MUÑOZ CERVERA (COORDS.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, Madrid, 1996, pp. 671-722.
- PROTO, Vincenzo, «L'Insolvenza transfrontaliera nell'ordinamento comunitario», *Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, Padova, marzo-abril de 2003, pp. 561-579.
- RADICATI DI BROZOLO, Luca G., «La Legge regolatrice dei titoli di credito», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, Milano, julio-agosto de 1998, pp. 434-458.
- REGLERO CAMPOS, Fernando, «Ejecución de las garantías reales mobiliarias e interdicción del pacto comisorio», en Ubaldo NIETO CAROL y Miguel MUÑOZ CERVERA (COORDS.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, Madrid, 1996, pp. 417-484.
- RODRÍGUEZ SAN VICENTE, Miguel María, «Los Juzgados de lo Mercantil», en Rafael GARCÍA VILLAVARDE, Alberto ALONSO UREBA y Juana PULGAR EZQUERRA (DIRS.), *Derecho Concursal. Estudio Sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003, para la Reforma Concursal*, Madrid, 2003, pp. 161-172.
- ROSSELL PIEDRAFITA, Claudi, «Normas de conflicto de leyes en materia de garantías sobre valores representados por anotaciones», *Revista Española de Derecho Internacional*, Madrid, enero-junio de 1999, pp. 300-304.
- SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, José Luis, «Prenda y embargo de acciones», en Alberto ALONSO UREBA, Justino DUQUE DOMÍNGUEZ, Gaudencio ESTEBAN VELASCO, Rafael GARCÍA VILLAVARDE y Fernando SÁNCHEZ CALERO (COORDS.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, II, *Capital y Acciones*, vol. 2, Madrid, 1994, pp. 773-848.
- SPARANO, Vincenzo, «Il Regolamento Comunitario sulle procedure d'insolvenza (CE 134/2000)», *Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, Padova, marzo-abril de 2003, pp. 662-664.

- STELLA RICHTER, Mario (Jr.), «I titoli di credito nel nuovo sistema di Diritto Internazionale Privato», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, I, Milano, noviembre-diciembre de 1996, pp. 767-791.
- VEIGA COPO, Abel Benito, «Prenda de créditos y negocio fiduciario —venta en garantía—», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid, enero-marzo de 2003, pp. 57-123.
- VILLÁN SÁNCHEZ, Efrén, «La prenda de acciones y participaciones sociales y el desplazamiento posesorio», en Ubaldo NIETO CAROL y Miguel MUÑOZ CERVERA (coords.), *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1, *Garantías mobiliarias*, Madrid, 1996, pp. 425-439.
- ZAPATA CIRUGEDA, Francisco Javier, «La prenda sobre valores», en Julián MARTINEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ y Alberto ALONSO UREBA (dirs.), *Instituciones del Mercado Financiero. Mercado de Valores*, vol. VIII, Madrid, julio de 1999, pp. 5071-5111.