

# CUANDO LA NORMA DE CONFLICTO VALE MILLONES DE DÓLARES: EL ART. 9.2 DE LA DIRECTIVA 98/26 Y SU DESARROLLO POR EL LEGISLADOR ESPAÑOL

Por FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ

## SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN.—2. PROBLEMA JURÍDICO.—3. SOLUCIÓN DE LA DIRECTIVA: EL ART. 9.2.—4. DESARROLLO POR EL LEGISLADOR ESPAÑOL: APLICACIÓN ANALÓGICA.

### 1. INTRODUCCIÓN

Estamos acostumbrados a que la norma de conflicto no sea más que un apéndice menor dentro de leyes que regulan minuciosamente los aspectos materiales. Y quienes nos dedicamos al Derecho internacional privado sabemos lo que esto conlleva. ¡Quién no ha sufrido alguna vez la broma sobre los cinco artículos del código civil mientras que el resto de las disciplinas cuentan los suyos por miles! ¡O quién no ha leído en alguna ocasión las ácidas impresiones de W. Prosser en relación a las normas de conflicto («A dismal swamp... inhabit by learned but excentric professors who theorize about misterious matters...»)!

No voy a ser yo quien medie en esa conversación; pero tampoco voy a dejar pasar las ocasiones de abrillantar nuestra disciplina. Y el Art. 9.2 de la Directiva 98/26 nos brinda esa oportunidad. Creo que si aplicamos las reglas del mercado —el valor de un bien lo determina su precio—, pocas normas se pueden encontrar, materiales o del tipo que sean, en cuya

formulación se haya invertido tanto dinero. Y para demostrar que no exagero un ápice, vayan de muestra dos botones. Por un lado, basta repasar las listas de invitados a las reuniones organizadas en torno a dicha norma de conflicto. Desde sus orígenes, hace poco más de un lustro, se han organizado todo tipo de congresos, coloquios o seminarios que han convocado a los sectores más relucientes del mundo financiero y en las listas de invitados a estas reuniones contrasta el escaso número de, lo que podríamos llamar, «académicos», con la abrumadora presencia de abogados de firmas mundialmente reconocidas, representantes de bancos, intermediarios financieros o grandes fondos de inversión<sup>1</sup>. Y, por otro lado, podemos recoger las palabras de dos asiduos a dichas reuniones: «The dominant conflict of laws rule for determining the enforceability of a transfer or pledge of securities is the *les rei sitae*. This rule is relatively simple to apply to traditional pledge of bearer securities where the pledgee takes actual possession of the physical certificates. How it applies to book-entry pledge of securities held through the modern international securities holding system has become a puzzle which, though not as difficult to resolve as Fermat's Last Theorem, has nevertheless been difficult and important enough to cause a large number of financial institutions to spend *tens of millions of dollars for legal advice on the subject without fully resolving the puzzle*»<sup>2</sup>. Y todo este ruido por una norma de conflicto.

Justificado el título de esta nota, vamos a lo que nos interesa. Las instituciones europeas llevan varios años intentando diseñar un marco legal adecuado a las necesidades de los mercados financieros, «sobre todo», como suele afirmar el propio legislador comunitario, «en lo que respecta a la libre prestación de servicios y a la liberación de los movimientos de capitales, con vistas a la realización de la unión económica y monetaria». Los frutos de esta iniciativa son muy numerosos y de distinto calibre<sup>3</sup>. Aquí voy a presentar uno de los más recientes: 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 (*D.O.C.E.*, n.º L 166 de 11 de junio de 1998), y en particular, uno de sus preceptos más importantes: el Art. 9.2.

<sup>1</sup> Muy elocuente, por ejemplo, la lista recogida por POTOK, en «Article 9(2) European Union Finality Directive», *B.J.I.B.F.L.*, 1999, pp. 279 y ss., p. 281

<sup>2</sup> GUYNN/MARCHAND, en Van Houtte (ed.), *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, 1999, pp. 47-48, la cursiva, obviamente, es mía.

<sup>3</sup> *Vid., i.a.*, G. FERRARINI (ed.), *European Securities Markets*, 1998, *passim*.

## 2. PROBLEMA JURÍDICO

El problema que intenta resolver el Art. 9.2 de la Directiva 98/26 es la determinación de la ley aplicable a la constitución de garantías sobre valores representadas mediante anotaciones en cuenta. En principio, la cuestión parece sencilla: se aplicaría la *lex rei sitae* ajustada a las peculiaridades que plantea la representación mediante anotaciones en cuenta. Lo cual podría llevarnos a sostener que la pignoración sobre valores de emisores españoles (inscritos, la gran mayoría, en el SCLV *vid.*, Art. 54 de la Ley del Mercado de Valores), se somete al Derecho español; y lo mismo valdría para los demás Estados. Sin embargo, esto es precisamente lo que intenta evitar el Art. 9.2 de la Directiva. Y lo hace por la fuerza de la lógica de las cosas: el mercado no funciona así. En relación a la transmisión internacional de valores anotados, los mercados financieros han desarrollado una ordenación de las transacciones muy específica: lo que se conoce habitualmente con la expresión «*multi-tiered securities holding systems*»<sup>4</sup>. Los valores no circulan físicamente, ni tampoco mediante reflejo contable en los registros del emisor o del servicio donde estén inicialmente depositados. Los valores circulan a través de anotaciones en cuentas o depósitos (normalmente de valores fungibles) de cada uno de los intervinientes, pero sin comunicación entre sí; cada intermediario, desde el emisor hasta el inversor final, sólo establece relación con sus inmediatos eslabones de la cadena. Esto es, cuando se hace la emisión inicial, los valores se inmovilizan o se anotan en los registros del emisor o de una central de depósito (que normalmente es nacional pero puede ser internacional, EUROCLEAR o CEDEL); en ese registro se anota quién es el titular de los valores (el Banco X, por ejemplo); a su vez, en los registros de éste, esos valores pueden estar anotados a nombre de otro (la sociedad de inversión Y, por ejemplo); y en los registros de éste, a nombre de un cuarto, y así sucesivamente. Cada eslabón en la cadena sólo guarda relación con su inmediato anterior, pero no con los que preceden a éste. La constancia de que el inversor final en España, por ejemplo, es el titular de unos valores inicialmente anotados en Japón, sólo reside en la anotación registral de su banco o sociedad de inversión; pero, ni el emisor ja-

<sup>4</sup> *Vid.*, pionero en estos temas, MOONEY, «Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries», *Cardozo L. Rev.*, 1990, pp. 305 y ss.

ponés, ni la central de depósito japonesa, ni las entidades colaboradoras (*i.e.*, que tengan cuenta en esta central), ni el resto de los intermediarios financieros (EUROCLEAR, CEDEL,...) hasta llegar a ese banco o sociedad de inversión españoles conocen o tienen constancia la existencia del inversor español. Esto implica que, en realidad, lo que se tiene son activos derivados («derechos sobre valores», según la Directiva), y estos derechos —y no los valores— son la *res* relevante a los efectos de buscar el *situs*. Como señaló la propia Comisión al hilo de su propuesta inicial: «La *res* que se pignora son los intereses sobre los valores anotados en una cuenta. Por lo tanto, la ley que rige esa pignoración debe ser la ley del Estado del intermediario financiero en cuyo registro se anota la pignoración».

En este contexto, es perfectamente posible la pignoración de una cartera que se compone de valores de distintos países (*rectius*, los derechos sobre esos valores) registrada en EUROCLEAR (Bélgica). Los valores representados mediante la anotación en esa cuenta de EUROCLEAR pueden, a su vez, estar anotados inicialmente en una central de depósito (SICOVAM en Francia, el SCLV en España o NSCC en Japón, por ejemplo) o depositados físicamente en Londres (típico caso de los Eurobonos), pero lo que se pignora es la cartera registrada en EUROCLEAR. La cuestión que intenta resolver el Art. 9.2 de la Directiva es qué Derecho se aplica a esa pignoración: el belga, el francés, el español, el japonés o el inglés.

### 3. SOLUCIÓN DE LA DIRECTIVA: EL ART. 9.2

Por razones sobradamente justificadas, la Directiva ha optado por la primera opción; en ese ejemplo, se aplicaría el Derecho belga<sup>5</sup>. El Art. 9.2 establece que «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...y su derecho 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 Derechos de dicho Estado miembro».

<sup>5</sup> Esas razones pueden verse, entre otros lugares, en *The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws*, 1998. A su vez, los antecedentes de la Directiva pueden seguirse en los trabajos de unos de sus principales responsables, *vid.*, VEREECKEN, «Reducing systemic risk in payment and securities settlement systems», *J.Fin.Reg. & Compl.*, 1998, pp. 107 y ss.

Este precepto da cobertura legal a la práctica desarrollado en los mercados. Su significado dogmático es el siguiente: en la medida en que lo que se pignoran son derechos sobre valores anotados o registrados, el *situs* (por seguir operando con categorías que, aunque poco apropiadas, nos sean conocidas) del bien pignorado es el Estado en donde se halle el registro que refleja *esos* derechos, y ya sabemos que cada intermediario sólo mantiene anotaciones registrales con el inmediato anterior (esta es la *res*). A partir de ahí, el juego de la regla tradicional, *la lex rei sitae*, nos conduce a la aplicación del Derecho de ese Estado, esto es, donde se halle el registro de su inmediato anterior. O dicho en palabras de un especialista en estos temas: «Cuando los derechos sobre los valores están anotados en los registros de un intermediario y son esos derechos los que se pignoran a otro cliente de ese intermediario o al propio intermediario, la ley de del lugar donde se haya ese intermediario determina la validez y privilegios del acreedor pignoraticio, tanto frente al deudor como frente a terceros acreedores de éste»<sup>6</sup>. Siguiendo con el símil de la cadena, la solución de la Directiva es que las posiciones jurídicas de cada eslabón se pignoran independientemente: la constitución de garantías (y su eficacia) sobre los derechos que un operador tenga frente a su intermediario (eslabón anterior) quedan sometidos a la ley del Estado donde dicho intermediario tenga su registro, no se exige cumplir con la ley de los intermediarios anteriores, ni con la del emisor. Esta solución conflictual prevalece incluso sobre la *lex concursus* (Art. 9 (1) de la Directiva; paralela al Art. 9 del Reglamento europeo sobre procedimientos de insolvencia); aunque no limita su aplicación a los casos de quiebra.

En este sentido, el legislador comunitario ha optado claramente por el llamado «*Place-of-the-Immediate-Intermediary Approach*» (o «*PRIMA Approach*»: «*Place of the Relevant Intermediary Approach*»), en lugar de por el «*Look-Through-to-the-Underlying-Securities Approach*»<sup>7</sup>. Para fijar el criterio de conexión, la Directiva «mira» al intermediario, no al activo subyacente.

<sup>6</sup> POTOK, *loc.cit.*, p. 280.

<sup>7</sup> *Vid.*, *Oxford Colloquium, cit.*, p. 13.

#### 4. DESARROLLO POR EL LEGISLADOR ESPAÑOL: APLICACIÓN ANALÓGICA

El legislador español, por su parte, ha incorporado esta regla en los siguientes términos:

«La legislación española será aplicable, en cuanto a sus efectos jurídico 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 jurídico reales».

Bajo la luz de la Directiva, el problema más interesante que plantea este precepto y el que, de hecho, ha dado lugar a la discusión en otros países europeos es el relativo a su *ámbito de aplicación*.

La Directiva deja abierta la definición de su ámbito de aplicación. Conforme a su tenor literal, la Directiva sólo es aplicable: (1) a las garantías representadas por medio de anotaciones en un registro, cuenta o central de depósito *situado en un Estado miembro*; (2) destinadas a cubrir los derechos y obligaciones que puedan derivarse de la participación en un sistema de liquidación y compensación de valores; y (3) constituidas a favor de los participantes en éstos, los Bancos Centrales o el BCE. Esta limitación de la Directiva es perfectamente comprensible. El objeto primordial de la Directiva es prevenir el llamado «riesgo sistémico» en los sistemas europeos de pagos y de liquidación de valores y por ello limita su ámbito de aplicación a éstos y a sus participantes<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> No está de más recordar que en las primeras versiones de la Directiva esto no era así. Inicialmente, se pretendió extender los beneficios que la Directiva otorgaba a los sistemas europeos también a los de terceros Estados «reconociendo» los privi-

Pero eso no quiere decir que los Estados, al desarrollarla, queden constreñidos por esa limitación. La Directiva es de mínimos también en sus elementos conflictuales y así lo ha establecido el propio legislador comunitario en el Preámbulo (párr. 7: «Considerando que los Estados miembros podrán aplicar las disposiciones de la presente Directiva a aquellas de sus entidades nacionales que participen directamente en sistemas de países terceros y a las garantías constituidas en relación con la participación en dichos sistemas»). Es más, las instituciones comunitarias (la propia Comisión o el BCE) han invitado a los Estados a que hagan un desarrollo amplio de la norma de conflicto contenida en el Art. 9.2<sup>9</sup>.

A partir de esta invitación, los Estados pueden extender la solución conflictual del Art. 9.2 de la Directiva en cualquiera de las tres direcciones que definen su ámbito de aplicación: (1) cuando la garantía recaiga sobre cuentas de valores registradas en terceros Estados; (2) cuando el objeto inmediato de la garantía no sea cubrir una obligación derivada de la participación en un sistema de pagos o de liquidación de valores; y (3) cuando su beneficiario no sea ni un participante en los sistemas europeos, ni los bancos centrales, ni el BCE (p.ej. y fundamental, bancos centrales de terceros Estados). O en las tres direcciones a la vez.

Pese a que la mayoría de los Estados han seguido esta invitación y han hecho un desarrollo extensivo de la Directiva<sup>10</sup>, el tenor literal de la ley española se ciñe a lo dispuesto en la Directiva, e incluso llega a resultar más restrictivo. Sin embargo, hay razones para proceder a esa extensión aun cuando se deba hacer por desarrollo judicial. O dicho de otro modo, el sentido y fin de la norma indican que el silencio del legislador español no debe entenderse como un «silencio elocuente», sino como una laguna legal susceptible de integración extensiva o analógica, según los casos.

---

legios que el Derecho de esos Estados pudiese otorgar a sus propios sistemas. No es que el régimen de la Directiva fuese a aplicarse a dichos sistemas, sino que admitía y reconocía efectos a las posibles regulaciones equivalentes que existiesen en esos Estados. En la tramitación posterior se prefirió eliminar esta norma, pero no por su falta de bondad intrínseca sino por simples razones políticas: no dar lugar a que los Estados Unidos pudieran invocar dicha norma en un momento en el que la Unión Europea estaba condenando en distintos foros el alcance extraterritorial de la Ley Helms-Burton. *Vid.*, VERECKEN, *loc.cit.*, p. 111.

<sup>9</sup> *Vid.*, por ejemplo, el informe del BCE sobre la ley española de desarrollo de la Directiva, ref. CON 99/01

<sup>10</sup> POTOK, *loc.cit.*, p. 280: citando a Bélgica, Suecia, Alemania, Francia, Dinamarca o Finlandia.

La norma de conflicto contenida en el Art. 9.2 (Directiva) y 15.2 (Ley española) obedece, básicamente, a dos motivos: por un lado, pretende ofrecer a los operadores una solución clara, segura y fácil de aplicar; y por otro lado, intenta evitar el incalculable coste que supondría exigir la constitución de las garantías conforme a la ley del emisor o del depósito inicial<sup>11</sup>.

Es cierto que la solución pueden conllevar ciertos riesgos de custodia: la consistencia de los eslabones inferiores depende siempre de la de los superiores (lo que se ha llamado *upper-tier priority rule*). Pero: (1) la solución contraria conllevaría unos costes de administración o terciarios incalculables; (2) hay vías más adecuadas para prevenir estos riesgos de custodia; y (3), de todos modos, siempre es menos costoso para los eslabones inferiores prevenir ese riesgo que para los eslabones superiores prevenir los riesgos que se derivarían de la solución contraria (*i.e.*, los eslabones inferiores son el *cheapest cost avoider* del riesgo conflictual)<sup>12</sup>.

El dato relevante a los efectos de esa aplicación analógica es que estos argumentos son perfectamente generalizables, es decir, valen con independencia de dónde se localice geográficamente el registro o de quién sea el beneficiario de las garantías. Por eso, parece aconsejable la extensión del Art. 9.2 de los tres sentidos señalados: en relación a garantías anotadas en registros extracomunitarios, que no tengan por objeto inmediato asegurar las obligaciones derivadas de la participación en un sistema y sea cual sea su beneficiario.

Es más, a favor de esta segunda extensión se puede invocar un último argumento. Si la mayoría de los Estados han optado por la aplicación *ad extra* (*i.e.*, frente a terceros Estados) del Art. 9.2 de la Directiva, la adopción por un Estado de la solución contraria frustra el objetivo de uniformidad conflictual que persigue la Directiva, al menos, en esa dimensión (*ad extra*). Hay sectores en los que esto no es problemático, porque sólo esta involucrado el mercado intracomunitario y, en esa medida, su buen funcionamiento sólo exige un uniformidad conflictual *ad intra*. Pero en los mercados financieros esto no es así. Son mercados muy globalizados y, por consiguiente, el buen funcionamiento del mercado europeo exige también una uniformidad *ad extra*. La idea se puede ilustrar con el siguiente ejemplo. Imaginemos una empresa alemana que pide un préstamo a un Banco Español y ofrece en garantía sus títulos depositados en un tercer

<sup>11</sup> *Oxford Colloquium, cit., passim.*

<sup>12</sup> MOONEY, *loc. cit.*, pp. 381-397.



Estado (no miembro de la UE). Si Alemania, como es el caso, ha desarrollado el Art. 9.2 en sentido amplio, esas garantías quedan protegidas adecuadamente y ello se repercute en el «precio» del crédito. En cambio, imaginemos en la mismas condiciones, una empresa española: si el legislador español no ha desarrollado en el mismo sentido que el legislador alemán el Art. 9.2, los riesgos asociados a dicha pignoración son mayores y, por consiguiente, el «precio» del crédito también. En otras palabras, la solución *ad extra* afecta a la posición de los operadores en el mercado intracomunitario; y por consiguiente, parece aconsejable la uniformidad conflictual también en esa dirección.

