



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 20.12.2006
COM(2006) 833 final

INFORME DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO EUROPEO

**Informe de evaluación de la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera
(2002/47/CE)**

INFORME DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO EUROPEO

Informe de evaluación de la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera (2002/47/CE)

(Texto pertinente a efectos del EEE)

ÍNDICE

1.	Introducción	3
2.	Método y alcance de la evaluación	3
3.	Transposición e incidencia de la Directiva	4
3.1.	Pertinencia de la Directiva	4
3.2.	Eficacia.....	5
3.3.	Eficiencia.....	6
4.	Aspectos fundamentales.....	6
4.1.	Ámbito de aplicación material de la Directiva – Derechos de crédito.....	6
4.1.1.	Nuevos tipos de garantías.....	6
4.1.2.	Criterios de selección	7
4.1.3.	Justificación económica de la ampliación de las garantías admisibles para incluir los derechos de crédito.....	7
4.1.4.	Cuestiones jurídicas conexas a la utilización de derechos de crédito como garantías.	9
4.2.	Cláusulas de exclusión facultativa	9
4.2.1.	Ámbito de aplicación personal de la Directiva - Artículo 1, apartado 3.....	9
4.2.2.	Facultad de excluir determinadas acciones – Artículo 1, apartado 4, letra b)	10
4.2.3.	Apropiación - Artículo 4.3	10
4.3.	Derecho de utilización - Artículo 5	11
4.4.	Reconocimiento de la cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente – Artículo 7	11
4.5.	Conflicto de normas – Artículo 9.....	12
5.	Conclusiones	13

1. INTRODUCCIÓN

La Directiva sobre acuerdos de garantía financiera 2002/47/CE (en lo sucesivo, «DGF» o «la Directiva») crea un marco jurídico uniforme en la UE para la utilización (transfronteriza) de garantías financieras, eliminando así, en su mayor parte, los requisitos formales a que habitualmente han estado sujetos los acuerdos de garantía. Son garantías financieras los activos entregados por un prestatario a un prestamista para minimizar el riesgo de pérdida financiera de este último en caso de que el primero no cumpla las obligaciones financieras contraídas con el segundo. La utilización de garantías es cada vez mayor en todo tipo de operaciones, entre otras, las realizadas en los mercados de capitales, las operaciones de tesorería y financiación realizadas por los bancos, las de los sistemas de compensación y liquidación y las operaciones generales de préstamo de los bancos. En la mayor parte de los casos, las garantías aportadas consisten en efectivo o valores.

La Directiva tenía por objeto potenciar, mediante la simplificación del proceso de constitución y ejecución de garantías, la integración y rentabilidad de los mercados financieros europeos, mejorar la seguridad jurídica en la utilización de garantías y reducir el riesgo para los operadores del mercado. Antes de la adopción de la Directiva, únicamente las garantías constituidas a favor de un banco central o en relación con la participación en un sistema determinado estaban amparadas por lo dispuesto en el artículo 9.1 de la Directiva sobre la firmeza de la liquidación (DFL)¹. La necesidad de adoptar un planteamiento más integrador a través de la DGF obedecía a la aplicación de normas nacionales divergentes en la utilización de garantías, que con frecuencia resultaban inviables y faltas de transparencia, creando inseguridad en cuanto a la eficacia de las garantías como dispositivo de protección de las operaciones transfronterizas.

El artículo 10 de la Directiva dispone lo siguiente:

«A más tardar el 27 de diciembre de 2006, la Comisión presentará al Parlamento Europeo y al Consejo un informe sobre la aplicación de la presente Directiva, en particular del apartado 3 de su artículo 1, del apartado 3 de su artículo 4 y de su artículo 5, junto con las propuestas de revisión oportunas.»

El presente informe ofrece una evaluación de la aplicación y las repercusiones de la DGF, y examina la posible necesidad de modificar la Directiva².

2. MÉTODO Y ALCANCE DE LA EVALUACIÓN

Para la redacción del presente informe, a principios de 2006 la Comisión solicitó a los Estados miembros, al BCE y a los Estados miembros del EEE que respondieran a un cuestionario acerca de la transposición y la aplicación de la DGF. Asimismo, se elaboró un cuestionario menos amplio destinado al sector privado. Todos los Estados miembros han respondido al cuestionario, con la salvedad de España. También ha respondido un Estado miembro del EEE,

¹ Directiva 98/26/CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, DO L 166 de 11.6.1998, p.45-50.

² El presente informe no incluye observaciones acerca de las negociaciones mantenidas en relación con un Convenio de UNIDROIT sobre la armonización del derecho sustantivo relativo a los valores depositados en un intermediario.

a saber, Noruega. La Comisión ha recibido 27 respuestas directamente procedentes de un amplio abanico de agentes y organizaciones clave del mercado financiero, entre los que se cuenta el BCE. Algunos Estados miembros han adjuntado asimismo a sus respuestas otras procedentes del sector privado. Así pues, la presente evaluación se ha elaborado sobre la base de la abundante información recabada. Dado que la citada información se ha hecho pública, el presente informe no la reproduce, salvo en caso necesario. Un anexo, los cuestionarios y las respuestas a los mismos pueden consultarse en la página *web* de la DG MARKT³.

Habida cuenta de la escasa antigüedad de la DGF, resultaría prematuro extraer conclusiones sobre las repercusiones de la Directiva, de modo que el presente informe se centra en aspectos vinculados a la transposición y examina los resultados a corto plazo.

3. TRANSPOSICIÓN E INCIDENCIA DE LA DIRECTIVA

La DGF se adoptó el 6 de junio de 2002 y fue incorporada por la mayor parte de los Estados miembros a lo largo de 2004; tan sólo dos Estados miembros⁴ respetaron el plazo, fijado en el 27 de diciembre de 2003; otros nueve, en cambio, no incorporaron la Directiva hasta 2005. Entre los países del EEE, Islandia y Noruega cuentan con disposiciones de transposición. La Comisión considera que, en conjunto, los Estados miembros han incorporado adecuadamente la DGF, opinión con la que coinciden varias de las contribuciones remitidas por agentes del sector.

3.1. Pertinencia de la Directiva

El mercado de repos de la UE, uno de los mercados financieros de mayor actividad del mundo, ha experimentado un crecimiento muy rápido durante los últimos años, con un volumen de operaciones por valor de 5,883 billones de euros en diciembre de 2005, frente a 3,788 billones de euros en diciembre de 2003 y a 1,863 billones en junio de 2001⁵. Por otra parte, de acuerdo con los datos del Eurosistema⁶, la utilización de garantías en relación con las operaciones de crédito del Eurosistema ha registrado un incremento de un 33%, aproximadamente, entre 2002 y 2005, pasando de 650.000 millones de euros a 866.000 millones de euros.

Se observa también un aumento de la tendencia, por parte de las contrapartes del Eurosistema en un determinado Estado miembro de la zona euro, a utilizar garantías procedentes de otro Estado miembro de la zona euro. A finales de 2005, prácticamente el 50% de las garantías utilizadas en el Eurosistema lo fueron en el ámbito transfronterizo, frente a tan sólo el 12% en 1999. El gráfico que figura a continuación ilustra este hecho⁷.

³ http://europa.eu.int/comm/internal_market/financial-markets/collateral/index_en.htm

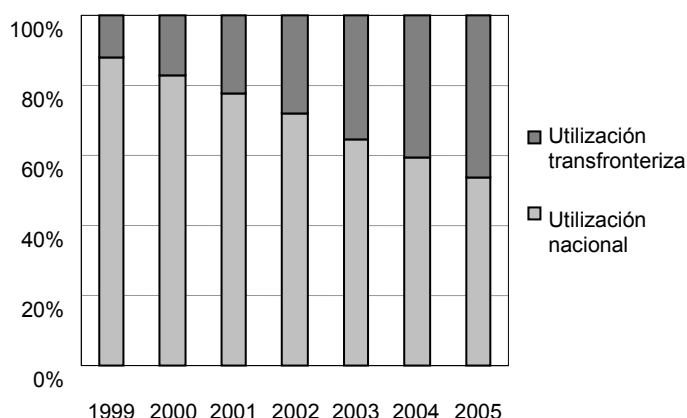
⁴ Austria y el Reino Unido.

⁵ Encuesta sobre el mercado europeo de repos realizada por la *International Capital Market Association* (Asociación Internacional del Mercado de Capitales -ICMA), marzo de 2006.

⁶ Esto es, el acuerdo en virtud del cual el BCE y los bancos centrales de los países que han adoptado el euro desempeñan las funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales en la zona euro.

⁷ Boletín Mensual del BCE, mayo de 2006: La lista única del sistema de activos de garantía del Eurosistema, p. 78.

Gráfico 1: Utilización nacional y transfronteriza de los los activos de garantía



Las referidas cifras demuestran que la Directiva no ha caído en un vacío, sino que tiene plena pertinencia en el mundo financiero actual.

3.2. Eficacia

Es aún pronto para saber a ciencia cierta si la Directiva ha favorecido una mayor integración y rentabilidad de los mercados financieros europeos. No obstante, los encuestados⁸ coinciden, en general, en señalar que la DGF ha facilitado la utilización de garantías en el mercado financiero europeo y que ha simplificado y agilizado considerablemente los procedimientos para ello.

La DGF ha reducido las obligaciones legales y administrativas que lleva aparejadas la aceptación y ejecución de garantías. Al establecer como único requisito formal para la aportación de garantías la obligación de que tal aportación se acredite por escrito o de forma legalmente equivalente, la DGF ha simplificado los procedimientos de constitución, validez, perfección y ejecutabilidad de las garantías financieras. Asimismo, ha mejorado la seguridad jurídica en lo que atañe a determinadas técnicas utilizadas en las operaciones de garantía. La DGF favorece una gestión más adecuada del riesgo jurídico por los operadores del mercado, contribuyendo así a la reducción de los requisitos de capital con arreglo al Acuerdo de Basilea II.

En Europa, los programas de acuerdos de garantía han experimentado un desarrollo espectacular en los últimos años: así, por ejemplo, desde diciembre de 2002, ABN AMRO documenta un incremento del número de acuerdos de garantía celebrados con contrapartes de la UE del 240 %, con un incremento similar en lo que respecta a la utilización de activos denominados en euros como garantía⁹. ABN AMRO considera que la (adopción prevista de)

⁸ Véanse, por ejemplo, las respuestas de la ISDA (*International Swaps and Derivatives Association* [Asociación Internacional de Swaps y Productos Financieros Derivados]), del EFMLG (*European Financial Markets Lawyers Group* [Grupo de Abogados de los Mercados Financieros Europeos]) y del ESBG (*European Savings Banks Group* [Agrupación Europea de Cajas de Ahorros])

⁹ ABN AMRO, Respuesta a la pregunta nº 5.

la DGF facilitó la celebración de esos acuerdos, apreciación con la que otros encuestados coinciden¹⁰. La Comisión también comparte esa opinión.

3.3. Eficiencia

Los costes que ha supuesto para los operadores del mercado la modificación de los sistemas informáticos no han sido excesivamente elevados, pero, lo que es más importante, al simplificar los procedimientos antes mencionados en relación con las garantías financieras, la DGF ha reducido los costes legales y administrativos de la aceptación y ejecución de garantías, y se ha traducido en la formulación de menos reservas en los dictámenes referentes a las garantías¹¹.

4. ASPECTOS FUNDAMENTALES

El presente capítulo aborda los siete aspectos fundamentales determinados en el ejercicio de evaluación. De entrada, se examina la conveniencia de hacer extensiva la protección que ofrece la DGF a otros tipos de activos utilizados en los mercados financieros, como los derechos de crédito. Se evalúan a continuación las tres cláusulas de exclusión facultativa, el derecho de reutilización, la demanda de un régimen jurídico mejorado en lo que atañe a la liquidación por compensación exigible anticipadamente, y, por último, el conflicto de normas.

4.1. Ámbito de aplicación material de la Directiva – Derechos de crédito

4.1.1. Nuevos tipos de garantías

Tres Estados miembros —la República Checa, Francia y Suecia— incluyen categorías específicas de derechos de cobro, como créditos u otros derechos, en la lista de activos que pueden servir de garantía con arreglo a la Directiva. Han ampliado así, en su territorio, el ámbito de aplicación material de la Directiva. La República Checa ha incluido los derechos de crédito en la legislación nacional de transposición. Francia incluye asimismo derechos de crédito y otros tipos de derechos, siempre que sean transmisibles. Suecia ha incluido los préstamos en efectivo en las disposiciones nacionales de transposición. Los derechos de crédito pueden también servir de garantía en algunos otros Estados miembros, supeditados a determinados requisitos legales.

En los últimos años, una serie de nuevas categorías de activos ha adquirido importancia, asimismo, de cara a las operaciones de garantía realizadas en relación con la actividad de los mercados financieros o de los bancos centrales. Concretamente, en 2004 el Consejo de Gobierno del BCE decidió incluir los derechos de crédito entre las categorías de garantías aptas para las operaciones de crédito del Eurosistema a partir del 1 de enero de 2007. En consecuencia, se plantea el interrogante de si ha de hacerse extensiva la protección que brinda la DGF a los derechos de crédito utilizados en el marco de las operaciones de los bancos centrales.

¹⁰ Zentraler Kreditausschuss, Respuesta a la pregunta nº 3.

¹¹ City of London Law Society Financial Law Committee, Respuesta a la pregunta nº 3.

4.1.2. *Criterios de selección*

En julio de 2005, el BCE publicó los criterios específicos de selección que se aplicarán a los referidos derechos de crédito¹², entre los que cabe citar el siguiente: la ubicación del deudor (o del avalista) se restringe a los países integrados en la zona euro. El acuerdo de préstamo debe regirse por la legislación de un país perteneciente a dicha zona. El abanico de deudores admisibles se limita a las sociedades no financieras y las entidades públicas.

En consecuencia, a partir del 1 de enero de 2007, podrán admitirse como garantía por vez primera en la zona euro determinados derechos de crédito. Por el momento, resulta difícil hacer una estimación efectiva del importe total de derechos de crédito que se utilizarán en el conjunto de Estados miembros participantes. No obstante, el BCE ha indicado a título de ejemplo que, ya sólo en lo que se refiere al sector de las Administraciones públicas, cabe esperar que sean admisibles y puedan ser utilizados por las contrapartes como garantías en las operaciones de crédito del Eurosistema derechos de crédito por valor de hasta 800.000 millones de euros.

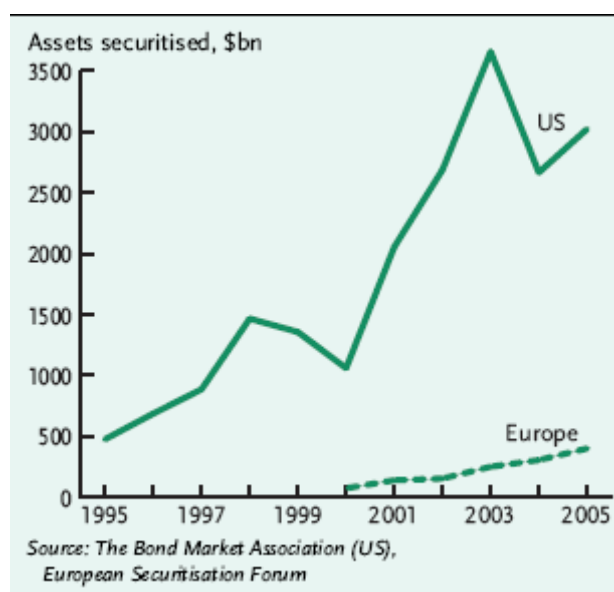
4.1.3. *Justificación económica de la ampliación de las garantías admisibles para incluir los derechos de crédito*

El incremento de la utilización de garantías constituye un fenómeno positivo, puesto que permite a los inversores tener acceso a fondos y a las entidades de crédito prestar dinero de manera más eficiente. La ampliación del ámbito de aplicación de la DGF para incluir los derechos de crédito entre las garantías admisibles al amparo de la misma contribuirá a consolidar la igualdad de condiciones entre todas las entidades de crédito en todos los Estados miembros y alentará el recurso a este instrumento para la constitución de garantías a escala transfronteriza. La facilitación del recurso a los derechos de crédito como garantía redundará también en beneficio de los consumidores/deudores, puesto que tal recurso puede, en última instancia generar una competencia más intensa y favorecer la disponibilidad de créditos.

Debido a la actual inadmisibilidad de los derechos de crédito como garantía, un volumen considerable de capital en tal forma permanece inmovilizado en los balances de las entidades de crédito europeas. De acuerdo con estimaciones del BCE, la cuantía supera actualmente el 50 % del balance de las entidades de crédito de la zona euro. La inclusión de los derechos de crédito entre los activos admisibles como garantía permitiría movilizar ese importante volumen de capital y darle un uso más eficiente para la economía europea. Tal medida situaría, además, a las entidades de crédito europeas en mayor pie de igualdad con sus competidoras a escala internacional, entre ellas, las entidades de crédito estadounidenses, en las que los derechos de crédito han representado tradicionalmente una proporción mucho menor del balance. El gráfico que figura a continuación ilustra la diferencia existente en cuanto al nivel de titulización.

¹² Para mayor información, puede consultarse la publicación del BCE titulada: «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», fecha de publicación: 15 de septiembre de 2006.

Gráfico 2: Emisiones de titulización



Activos titulizados, en miles de millones de USD EE.UU./Europa

Fuente: The Bond Market Association (EE.UU.), Foro Europeo de Titulización

El establecimiento de un marco jurídico uniforme que potencie la utilización de los derechos de crédito como garantía resultaría asimismo beneficioso desde la óptica de las operaciones del mercado financiero, ya que incrementaría la disponibilidad de nuevos tipos de activos, por ejemplo, en relación con las operaciones de crédito garantizadas. Por otra parte, la inclusión de los derechos de crédito entre los activos admisibles como garantía puede servir de complemento útil a la titulización. Esta última constituye un importante y valioso instrumento que ofrece a los inversores la posibilidad de recurrir a otros mecanismos de préstamo y permite a los bancos captar fondos con mayor facilidad. Sin embargo, también expone a los operadores a la volatilidad de los mercados de capitales. La facilitación del uso de garantías que supone la inclusión de los derechos de crédito entre los activos admisibles a tal efecto hará de ese uso un complemento de la titulización para aquellas entidades de crédito que no deseen captar fondos en los mercados de capitales.

Actualmente, existen diferencias entre los distintos Estados miembros de la UE en cuanto a los trámites que han de cumplimentarse y las técnicas que pueden aplicarse para utilizar los derechos de crédito como garantía, como ya ocurriera en relación con los valores y el efectivo antes de la adopción de la DGF. Con la inclusión de los derechos de crédito en el ámbito de aplicación de la DGF, se crearán condiciones de competencia equitativas para los operadores del mercado en toda la UE.

Por último, la admisión de los derechos de crédito como garantía en todos los Estados miembros puede favorecer la disponibilidad de garantías de elevada liquidez en las operaciones financieras. La posibilidad de utilizar derechos de crédito como garantías frente al BCE permitiría a las entidades de crédito destinar a otros fines en la economía europea activos de elevada liquidez, como los valores del Estado, que actualmente se mantienen en el Eurosistema.

A la vista de cuanto antecede, la Comisión considera que una modificación de la DGF tendente a incluir los derechos de crédito en su ámbito de aplicación optimizaría el impacto económico de la decisión del Consejo de Gobierno del BCE y redundaría en beneficio de los operadores del mercado.

4.1.4. Cuestiones jurídicas conexas a la utilización de derechos de crédito como garantías

Los requisitos de admisibilidad del Eurosistema no bastan para que éste pueda dotar los derechos de crédito de la condición de garantía real jurídicamente válida y ejecutable; es preciso, además, dilucidar otra serie de cuestiones jurídicas. Dichas cuestiones se refieren a extremos tales como la necesidad de notificar al deudor la utilización de sus derechos de crédito como garantía, el secreto bancario en relación con la información acerca del deudor, o la eliminación de posibles restricciones en lo que atañe a la movilización y realización de los préstamos. Dada la ausencia de un marco jurídico uniforme en la UE en materia de derechos de crédito y su utilización como garantía, el tratamiento de las mencionadas cuestiones varía de un Estado miembro a otro.

La ampliación del ámbito de aplicación de la DGF constituiría la solución más sencilla a algunos de los problemas recién señalados. El Eurosistema estudia actualmente los aspectos técnicos conexos a la utilización de los derechos de crédito como garantía. En función de la evolución de esos trabajos, la Comisión se planteará la posibilidad de proponer modificaciones en el transcurso de 2007.

4.2. Cláusulas de exclusión facultativa

4.2.1. Ámbito de aplicación personal de la Directiva - Artículo 1, apartado 3

Durante la negociación de la Directiva (así como en la fase de transposición), se analizó con gran detenimiento quién ha de ser beneficiario de la protección que la Directiva ofrece, puesto que la concesión de un tratamiento particular a los acuerdos de garantía podría considerarse incompatible con el principio general de igualdad de trato de los acreedores en los procedimientos de insolvencia. El artículo 1.3 de la DGF otorga a los Estados miembros la facultad de excluir los acuerdos de garantía financiera en los que una de las partes sea una persona de las que se definen en el artículo 1.2.e).

Varios Estados miembros se plantearon la posibilidad de aplicar esa cláusula en toda su extensión, si bien finalmente tan sólo Austria optó por hacerlo. Únicamente cinco Estados miembros, a saber, la República Checa, Eslovenia, Suecia, Francia y Alemania la han aplicado parcialmente. En la República Checa, las disposiciones de transposición aplican la exclusión únicamente a las empresas de determinadas dimensiones, con arreglo a dos cualesquiera de los tres criterios siguientes: activos, cifra de negocios y capital. En Eslovenia, las disposiciones de transposición excluyen a las personas jurídicas que no responden a la definición de «grandes sociedades», con arreglo a la Ley de sociedades comerciales, tales como las pequeñas y medianas empresas, las asociaciones y determinadas entidades de Derecho civil. La legislación sueca limita la posibilidad de pignorar activos en favor de los agentes financieros. Francia ha ejercitado la facultad de exclusión parcial en relación con operaciones bajo un régimen especial que excluye, fundamentalmente, las sociedades ordinarias. Las disposiciones de transposición alemanas incluyen las operaciones realizadas entre dos sociedades, entendiéndose por tales las empresas, salvedad hecha de las personas físicas, los comerciantes independientes y las sociedades personalistas. No obstante, si el garante es una empresa, únicamente quedan incluidas las garantías financieras utilizadas para

cubrir determinadas obligaciones financieras específicamente definidas, excluyendo así, principalmente, los préstamos en efectivo a largo plazo concedidos a empresas

Diez Estados miembros (Bélgica, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo, España y el Reino Unido) han ampliado el ámbito de aplicación personal de la Directiva, haciéndolo extensivo a entidades no mencionadas en la misma.

Algunos representantes del sector energético (p.ej., la *European Federation of Energy Traders* (EFET)) desean ampliar el ámbito de aplicación de la DGF, de manera que englobe también a entidades no reguladas, como las compañías energéticas, de modo que los acuerdos celebrados entre tales entidades (incluidas las cláusulas de liquidación por compensación exigible anticipadamente pactadas en el marco de los mismos) disfruten también de la protección que ofrece la Directiva. Si bien ha estudiado la propuesta, la Comisión considera que semejante ampliación excedería del objetivo previsto de la Directiva, que se centra en la protección de acuerdos en los que, al menos una de las partes, es un organismo público, un banco central o una entidad financiera.

4.2.2. Facultad de excluir determinadas acciones – Artículo 1, apartado 4, letra b)

El artículo 1.4.b) de la DGF faculta a los Estados miembros para excluir del ámbito de aplicación de la Directiva 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, y acciones del garante en empresas cuyo único fin sea poseer medios de producción esenciales para la actividad del garante o poseer bienes raíces.

Un único Estado miembro (Dinamarca) ha aplicado en su integridad la exclusión prevista en el artículo 1.4.b). Alemania, Irlanda y Suecia aplican exclusiones parciales respecto de categorías específicas de activos. Alemania no otorga la consideración de «garantías financieras» a las «acciones propias» del garante, ni a las acciones del garante en empresas filiales en el sentido de la Directiva 83/349/CEE, si el referido garante o su filial es una sociedad u otra persona comprendida en la definición del artículo 1.2.e) de la Directiva. Irlanda excluye de lo que cabe considerar «garantías financieras» en virtud de la Directiva las acciones en sociedades cuyo único objeto sea poseer medios de producción esenciales para la actividad del garante o poseer bienes raíces. En Suecia, la exclusión afecta tan sólo a las acciones no cotizadas en empresas filiales, en caso de quiebra.

Dado que la situación descrita no tiene repercusiones apreciables en el funcionamiento del mercado interior, la Comisión no desea reabrir el debate a nivel europeo, por lo que no va a presentar propuesta alguna encaminada a suprimir ninguna de las dos cláusulas de exclusión voluntaria.

4.2.3. Apropiación - Artículo 4.3

El artículo 4.3 de la DGF permite a algunos Estados miembros no reconocer al beneficiario de la garantía el derecho de apropiación. La apropiación consiste esencialmente en que, al producirse un supuesto de ejecución, el beneficiario de la garantía puede, en determinadas condiciones, mantener la propiedad de los activos, en lugar de venderlos. Sin embargo, ningún Estado miembro ha hecho uso de la referida facultad, de modo que, actualmente, los 25 Estados miembros reconocen al beneficiario de la garantía el derecho de apropiación

cuando se produzca un supuesto de ejecución. En consecuencia, cuando se proceda a la próxima revisión de la DGF, podría suprimirse el artículo 4.3.

4.3. Derecho de utilización - Artículo 5

De acuerdo con el artículo 5.1 de la DGF, los Estados miembros deben velar por que el beneficiario de la garantía pueda ejercer un derecho de utilización en relación con una garantía financiera prestada en virtud de un acuerdo de garantía financiera pignoratícia, en la medida en que las cláusulas de dicho acuerdo así lo estipulen. Por «derecho de utilización» se entiende el derecho que asiste al beneficiario de la garantía de cederla en favor de un tercero, mediante la transmisión de su propiedad o la aportación de una garantía real. Al prever la posibilidad de otorgar un derecho general de cesión a los beneficiarios de garantías, la DGF favorece la liquidez de los mercados de valores y al contado.

Si bien el derecho de reutilización supuso una novedad para muchos Estados miembros, todos prevén ahora en su ordenamiento jurídico la facultad del beneficiario de una garantía de ejercer un derecho de reutilización, en la medida en que así lo estipule el acuerdo de garantía. Aun cuando el establecimiento del derecho de utilización al amparo de la Directiva no parece haber generado problema alguno, habrá que esperar a saber en qué se traduce el ejercicio del mencionado derecho en el mercado. Por tanto, la Comisión no cree necesario adoptar medida alguna de momento.

4.4. Reconocimiento de la cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente – Artículo 7

La liquidación por compensación exigible anticipadamente es un mecanismo generalmente utilizado en los mercados financieros para liquidar todas las obligaciones contraídas con una contraparte y aún no vencidas, y los derechos sobre esa misma contraparte, mediante sustitución por una única obligación/derecho. La liquidación por compensación exigible anticipadamente favorece la eficiencia de los mercados financieros, puesto que reduce el riesgo de crédito y permite a las entidades financieras rebajar su capital reglamentario y/o incrementar su exposición al riesgo. De acuerdo con la normativa general de algunos Estados miembros en materia de insolvencia, la declaración de insolvencia de una de las partes en una operación impide la compensación de sus derechos sobre otras partes. Sin embargo, es indispensable que, en caso de insolvencia de su contraparte, los operadores del mercado puedan confiar en un mecanismo de compensación que goce de protección jurídica.

La DGF reconoció tal situación al establecer, en su artículo 7, la obligación de garantizar que toda cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente pueda surtir efectos conforme a sus estipulaciones, con independencia, en su caso, de la incoación de un procedimiento de insolvencia, o de otros procedimientos o hechos similares, y de ciertos otros factores que pudieran afectar a la liquidación por compensación exigible anticipadamente. Para numerosos Estados miembros esta disposición representó asimismo una novedad, además de una desviación del principio de igualdad de trato a los acreedores concursales que se aceptó, no sin reticencias. Actualmente, el principio de la liquidación por compensación exigible anticipadamente está sólidamente establecido en todos los Estados miembros, pero deberá comprobarse de qué manera se aplican en la práctica las citadas disposiciones sobre compensación.

Se han manifestado asimismo opiniones favorables a dotar de mayor coherencia la legislación de la UE referente a la compensación y a ampliar su ámbito de aplicación material más allá de

los acuerdos de garantía. La Comisión está dispuesta a estudiar esas ideas; sin embargo, dado que la Directiva trata fundamentalmente de las garantías financieras, y sólo de manera accesoria de la compensación como método de ejecución de los acuerdos de garantía, considera que modificar la Directiva no es una solución adecuada para mejorar el marco normativo general en materia de compensación en la UE. Parece preferible mejorar la coherencia del *acervo* a través de un único conjunto de modificaciones «comunes» a varias Directivas actualmente en vigor. Aparte del artículo 7 de la DGF, cabe citar, entre otros actos de la UE en materia financiera que contienen disposiciones sobre compensación, la Directiva sobre firmeza de la liquidación (DFL) (artículos 2.k) y 3), la Directiva sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito¹³ (artículos 23 y 25) y el Reglamento nº 1346/2000 (CE) sobre procedimientos de insolvencia (artículo 6). No obstante, es necesaria una reflexión más detenida para determinar si sería factible una solución de ese tipo.

4.5. Conflicto de normas – Artículo 9

La disposición sobre conflicto de normas contenida en el artículo 9 de la DGF está destinada a establecer el ordenamiento jurídico por el que han de regirse determinados aspectos patrimoniales en relación con valores en manos de intermediarios que comportan un componente de otro país, situación que, de no estar regulada, puede generar inseguridad jurídica. El artículo 9 de la DGF refleja la norma imperante en la Comunidad en lo que atañe a los conflictos de leyes, que figura también en el artículo 9.2 de la DFL y el artículo 24 de la Directiva sobre saneamiento y liquidación, y que se basa en el principio según el cual rige la legislación del país en que se encuentre la cuenta de valores. Esta norma difiere de la contenida en el Convenio de La Haya sobre valores, de 2002, que concede a las partes que suscriben un contrato de cuenta cierto margen de libertad en la elección de la legislación aplicable a la hora de determinar los derechos de propiedad sobre los valores. Las citadas normas son incompatibles entre sí, por lo que, si la Comunidad Europea decidiera adoptar el Convenio, las tres Directivas antes mencionadas habrían de adaptarse oportunamente.

La conveniencia de que la Comunidad suscriba o no el Convenio se está debatiendo en el Consejo sobre la base de una propuesta de la Comisión de 2003¹⁴. En su valoración jurídica¹⁵, los servicios de la Comisión han reiterado su respaldo al Convenio de La Haya sobre valores. La citada valoración no pretende establecer una comparación entre los dos regímenes jurídicos, ni tampoco reproducir el debate en curso. Lo que estos dos regímenes tienen en común es que ambos tienen por objeto ofrecer seguridad jurídica en cuanto a la legislación aplicable en relación con los valores en manos de intermediarios. A juicio de la Comisión, el grado de seguridad jurídica es actualmente insuficiente, ya sea a escala internacional o en la Comunidad. En consecuencia, aun en el supuesto de que el Consejo decidiera no adoptar el Convenio, sería preciso modificar el artículo 9 de la DGF (así como el artículo 9 de la DFL y el artículo 24 de la Directiva sobre saneamiento y liquidación) a fin de aclarar la situación en la Comunidad, mediante la definición de los criterios precisos con arreglo a los cuales debe determinarse el lugar donde se considera establecida la cuenta. El ejemplo de los dos Estados

¹³ 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, DO L 125 de 5.5.2001, p. 15 – 23.

¹⁴ Propuesta de Decisión del Consejo relativa a la firma del Convenio de La Haya sobre la legislación aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario, COM(2003) 783 de 15.12.2003.

¹⁵ Documento de trabajo de los servicios de la Comisión: «*Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention*» [Valoración jurídica de determinados aspectos del Convenio de La Haya sobre valores], SEC(2006) 910, de 3.6.2006.

miembros (Francia y Portugal) que han establecido tales criterios demuestra que son posibles distintas interpretaciones.

5. CONCLUSIONES

La mayoría de los Estados miembros incorporaron las disposiciones de la DGF a sus ordenamientos jurídicos tras la expiración del plazo fijado en la Directiva, y nueve de ellos, sólo en el transcurso de 2005. La experiencia del mercado con el uso de la Directiva es, por tanto, relativamente reciente, por lo que resulta prematuro hacer una evaluación concluyente de su impacto. Con todo, la impresión general es que el funcionamiento de la DGF es adecuado y que la Directiva ha llegado en el momento oportuno. Con la supresión de las obligaciones legales y administrativas que hasta ahora entorpecían los procedimientos de utilización de garantías, la DGF ha simplificado la aceptación y la ejecución de garantías financieras, haciéndola más eficiente.

A partir de las observaciones que anteceden, la Comisión propondría las siguientes pautas de actuación:

- (1) Derechos de crédito: la Comisión estudiará la posibilidad de proponer modificaciones con vistas a ampliar el ámbito de aplicación de la DGF, en función de los avances logrados en relación con los problemas técnicos conexos a la utilización de derechos de crédito como garantías.
- (2) Cláusulas de exclusión facultativa en lo que atañe al ámbito de aplicación: mantenimiento de las cláusulas de exclusión.
- (3) Cláusula de exclusión facultativa en lo referente a la apropiación: supresión del artículo 4.3 con ocasión de la próxima revisión de la DGF.
- (4) Derecho de utilización: no es preciso adoptar medida alguna a este respecto por el momento.
- (5) Compensación (*netting*): la Comisión seguirá examinando la posibilidad de mejorar el marco normativo general de la UE en lo que respecta a la compensación.
- (6) Régimen de conflicto de normas: modificación del artículo 9 de la DGF (así como el artículo 9.2 de la DFL y el artículo 24 de la Directiva sobre saneamiento y liquidación), ya sea a raíz de una Decisión del Consejo orientada a la firma del Convenio de La Haya sobre valores, o (de no adoptarse tal Decisión) a fin de especificar los criterios precisos con arreglo a los cuales debe determinarse el lugar donde se considera establecida la cuenta.

- - - - -