



Bruselas, 12.3.2018  
COM(2018) 89 final

**COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL  
CONSEJO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO Y AL COMITÉ DE  
LAS REGIONES**

**sobre la legislación aplicable a los efectos en materia de derechos de propiedad de las  
operaciones con valores**

{SWD(2018) 52} - {SWD(2018) 53}

## 1. INTRODUCCIÓN

La prioridad de la Comisión es reforzar aún más la economía europea y estimular la inversión para crear puestos de trabajo y sostener el crecimiento. A fin de alcanzar este objetivo, se necesitan unos mercados de capitales más fuertes, más profundos y más integrados. Para el buen funcionamiento de los mercados de capitales, son fundamentales infraestructuras de postnegociación eficientes y seguras. A raíz del Plan de acción sobre la Unión de los Mercados de Capitales (UMC)<sup>1</sup>, en junio de 2017 la revisión intermedia de la Comisión<sup>2</sup> estableció las medidas restantes que se adoptarán para establecer los elementos básicos de la UMC de aquí a 2019, con el objetivo de eliminar los obstáculos a la inversión transfronteriza y reducir los costes de financiación. La realización de la UMC constituye una prioridad urgente.

Como parte del Plan de acción para la UMC y de la revisión intermedia, la Comisión anunció medidas específicas encaminadas a reducir la incertidumbre jurídica sobre las transacciones transfronterizas de títulos y créditos. La presente Comunicación y la propuesta legislativa relativa a la ley aplicable a los efectos en materia de derechos de propiedad de la cesión de créditos, también presentada hoy, aplican este compromiso.

La compra y venta de valores, así como su utilización como garantía, se realizan diariamente en toda la UE en grandes volúmenes. Una parte significativa de estas operaciones, por un valor aproximado de 10 billones EUR al año, implican un elemento transfronterizo<sup>3</sup>.

Con objeto de fomentar las operaciones transfronterizas, es esencial la existencia de claridad y previsibilidad sobre cuál es el país cuya legislación es aplicable para determinar quién es el propietario de los activos subyacentes de la operación. Si existe incertidumbre jurídica con respecto a quién es el propietario de los activos, dependiendo de qué órganos jurisdiccionales o autoridades del Estado miembro evalúen un litigio en relación con la propiedad de un crédito o de un título, la operación transfronteriza podrá tener carácter ejecutivo o no, o podrá conferir a las partes la titularidad jurídica esperada o no. En el caso de insolvencia, cuando las cuestiones de la propiedad y del carácter ejecutivo de las operaciones sean sometidas a control judicial, los riesgos jurídicos resultantes de la inseguridad jurídica pueden conllevar pérdidas inesperadas. El objetivo de la presente Comunicación es contribuir a aumentar las operaciones transfronterizas con valores, proporcionando seguridad jurídica en lo que se refiere a las normas aplicables en materia de conflicto de leyes a escala de la Unión. Una mayor seguridad jurídica favorecerá la inversión transfronteriza, el acceso a un crédito más barato y una integración del mercado.

En materia de valores, tres Directivas abordan la cuestión de qué legislación nacional se aplica en el caso de las operaciones transfronterizas: la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera<sup>4</sup>, la Directiva sobre firmeza de la liquidación<sup>5</sup> y la Directiva relativa a la

---

<sup>1</sup> Comunicación sobre el «Plan de acción para la creación de una unión de los mercados de capitales» (en lo sucesivo, «Plan de acción»), COM(2015) 468 final.

<sup>2</sup> «Comunicación sobre la revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de capitales», COM(2017) 292 final.

<sup>3</sup> Los datos del BCE indican que el volumen estimado de las inversiones transfronterizas, por lugar de residencia del inversor, ascendía a 10,6 billones EUR en 2016. Fuente: Estadísticas del BCE sobre la liquidación de valores (28.6.2017).

<sup>4</sup> Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera («Directiva sobre garantías financieras»), DO L 168 de 27.6.2002.

liquidación<sup>6</sup>. Estas Directivas contienen normas en materia de conflicto de leyes que cubren los aspectos más importantes de las operaciones con valores. Sin embargo, su redacción da lugar a distintas interpretaciones nacionales. La falta de claridad creada por diferentes interpretaciones de las normas existentes podría aumentar el coste de las operaciones transfronterizas en la medida en que subsista inseguridad jurídica acerca de la ley aplicable.

Habida cuenta del volumen de las operaciones en cuestión, la Comisión considera que es necesaria una modificación de las normas para ayudar a los mercados a reducir los costes innecesarios y aumentar la seguridad jurídica en torno a la ley aplicable.

La presente Comunicación aclara el punto de vista de la Comisión sobre aspectos importantes del acervo vigente de la UE en lo que respecta a la ley aplicable a los efectos en materia de derechos de propiedad de las operaciones con valores.

La presente Comunicación abarca la oponibilidad frente a terceros de la cesión de instrumentos financieros. Acompaña a la propuesta legislativa sobre oponibilidad frente a terceros de la cesión de créditos<sup>7</sup>. Sin embargo, no se ven afectadas por esta propuesta legislativa los aspectos que se rigen por la Directiva sobre garantías financieras, la Directiva sobre firmeza de la liquidación, la Directiva relativa a la liquidación<sup>8</sup> y el Reglamento sobre registro<sup>9</sup>.

## **2. ¿QUÉ DICE EL ACERVO DE LA UE?**

Las transacciones transfronterizas con valores son elementos importantes de la Unión de los Mercados de Capitales. Teniendo en cuenta que las legislaciones nacionales en materia de valores no están armonizadas a escala de la UE, las normas en materia de conflicto de leyes determinan qué legislación nacional es aplicable a las transacciones transfronterizas.

Dos elementos de las transacciones con valores se rigen por las normas en materia de conflicto de leyes: i) el elemento de derechos de propiedad, que se refiere a la cesión de los derechos de propiedad y que afecta a terceros y ii) el elemento contractual, que se refiere a las obligaciones mutuas de las partes en el marco de la transacción<sup>10</sup>. Aunque el elemento

---

<sup>5</sup> 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 («Directiva sobre firmeza de la liquidación»), DO L 166 de 11.6.1998, p. 45.

<sup>6</sup> 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 («Directiva relativa a la liquidación»), DO L 125 de 5.5.2001.

<sup>7</sup> Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a la oponibilidad frente a terceros de la cesión de crédito, COM(2018) 96.

<sup>8</sup> Reglamento (UE) n.º 389/2013 de la Comisión, de 2 de mayo de 2013, por el que se establece el Registro de la Unión de conformidad con la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y las Decisiones n.º 280/2004/CE y n.º 406/2009/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y por el que se derogan los Reglamentos (UE) n.º 920/2010 y (UE) n.º 1193/2011 de la Comisión.

<sup>9</sup> Véase el artículo 9, apartados 1 y 2, de la Directiva sobre garantías financieras, el artículo 9, apartado 2, de la Directiva sobre firmeza de la liquidación y el artículo 24 de la Directiva sobre liquidación, que se refieren a los valores anotados en cuenta (DGF y DFL) o a los instrumentos (financieros) registrados en un registro o cuenta (DL).

<sup>10</sup> Los elementos contractuales incluyen, por ejemplo, la oferta, la aceptación, el valor ofrecido, la certidumbre de los términos del contrato, etc., y están sujetos a las normas en materia de conflicto de leyes del Reglamento Roma I. Reglamento (CE) n.º 593/2008, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I). <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008R0593&from=EN>

contractual ya está regulado a escala de la UE por el Reglamento Roma I<sup>11</sup>, la presente Comunicación se refiere al primer aspecto, a saber: los efectos en materia de derechos de propiedad de las operaciones con valores. En la práctica, las partes de una transacción se ven obligadas a recurrir a estas normas en materia de derechos de propiedad en caso de insolvencia, cuando necesitan recuperar activos.

El acervo actual de la UE incluye disposiciones dirigidas a determinar en casos particulares qué Derecho nacional se aplica a los efectos en materia de derechos de propiedad de las operaciones transfronterizas con valores. Estas opiniones se recogen en tres Directivas: la Directiva sobre firmeza de la liquidación, la Directiva relativa a la liquidación y la Directiva sobre garantías financieras.

El artículo 9, apartado 2, de la Directiva sobre firmeza de la liquidación, adoptada en 1998, contiene la siguiente disposición sobre conflicto de leyes:

*Cuando se constituya una garantía mediante valores (inclusive derechos sobre valores) en 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.*

La Directiva relativa a la liquidación, adoptada en 2001, contiene, en su artículo 24, la siguiente disposición sobre conflicto de leyes:

*El ejercicio de los derechos de propiedad o de otros derechos sobre instrumentos cuya existencia o transferencia suponga una inscripción en un registro, en una cuenta o en un sistema de depósito centralizado poseídos o situados en un Estado miembro se regirá por la legislación del Estado miembro en el que se posee o se sitúa el registro, la cuenta o el sistema de depósito centralizado en el que estén inscritos dichos derechos.*

Por último, la Directiva sobre garantías financieras, adoptada en 2002, formula su disposición sobre conflicto de leyes en el artículo 9, apartados 1 y 2, de la manera siguiente:

*1. Toda cuestión relativa a cualesquiera de los temas especificados en el apartado 2 en relación con una garantía prendaria de anotaciones en cuenta se regirá por la legislación del país en que se encuentre la cuenta principal. La referencia a la legislación de un país es una referencia a su legislación nacional, desestimando toda norma en virtud de la cual, para decidir la cuestión relevante, se tuviera que hacer referencia a la legislación de otro país.*

*2. Las cuestiones contempladas en el apartado 1 son:*

*a) la naturaleza jurídica y los efectos sobre la propiedad de la garantía prendaria de anotaciones en cuenta;*

---

<sup>11</sup> Reglamento (CE) n.º 593/2008, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I).

- b) 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 surtan efectos frente a terceros;*
- c) si el título o derecho de una persona en esta garantía prendaria de anotaciones en cuenta es inferior o subordinado a otros títulos o derechos reivindicados o si ha tenido lugar una adquisición de buena fe;*
- d) los pasos requeridos para la realización de la garantía prendaria de anotaciones en cuenta tras un supuesto de ejecución.*

Desde la aplicación de la Directiva 2014/65/UE el 3 de enero de 2018 (MiFID II), los derechos de emisión enumerados como instrumentos financieros en el punto 11 de la sección C del anexo I de la Directiva están comprendidos en el ámbito de aplicación de la Directiva sobre firmeza de la liquidación y la Directiva relativa a la liquidación y sus disposiciones sobre conflicto de leyes. A pesar de ello, la Comunicación no tiene en cuenta las especificidades de tales derechos de emisión, en particular por lo que respecta a su posesión en cuentas localizadas en el Registro de la Unión regulado por una disposición específica en materia de conflicto de leyes en el Reglamento (UE) n.º 389/2013, adoptado con arreglo a la Directiva 2003/87/CE<sup>12</sup>.

Las disposiciones sobre conflicto de leyes establecidas en la Directiva sobre firmeza de la liquidación, la Directiva sobre garantías financieras y la Directiva relativa a la liquidación designan la legislación aplicable sobre la base de un enfoque común. Son similares en la medida en que todas ellas designan la ley aplicable en función del lugar del registro o cuenta correspondientes (y, en el caso de la Directiva sobre firmeza de la liquidación y la Directiva relativa a la liquidación, del sistema de depósito centralizado). No obstante, estas disposiciones difieren en los detalles y parece haber algunas diferencias en cómo son interpretadas y aplicadas en los distintos Estados miembros. En particular, este es el caso de la definición y determinación del lugar de «situación» o «mantenimiento» de la cuenta.

### **3. MEJORA DE LA CLARIDAD EN EL ACTUAL ACERVO DE LA UE**

#### **3.1. ¿Tienen significados diferentes los términos «*maintained*» («se encuentra») y «*located*» («se sitúa»)?**

La Comisión opina que la diferencia de redacción, en referencia al lugar de la cuenta o registro, no supone ninguna diferencia en cuanto al fondo.

La Directiva sobre firmeza de la liquidación, la Directiva sobre garantías financieras y la Directiva relativa a la liquidación definen la legislación aplicable por referencia al *lugar de la cuenta de que se trate*. De conformidad con el artículo 9, apartado 2, de la Directiva sobre firmeza de la liquidación y del artículo 24 de la Directiva relativa a la liquidación, la ley aplicable es la del Estado miembro en el que «se sitúa» el registro o la cuenta, mientras que la Directiva sobre garantías financieras se refiere en el artículo 9, apartado 1, a la ley del país en que «se encuentra» la cuenta de que se trate. No obstante, ninguna de estas Directivas precisa si «se sitúa» significa lo mismo que «se encuentra».

---

<sup>12</sup> Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo.

La Comisión opina que «se sitúa» significa lo mismo que «se encuentra» por las siguientes razones.

En primer lugar, el considerando 7 de la Directiva sobre garantías financieras explica que el objetivo de la disposición sobre conflictos de leyes es ampliar el principio ya establecido en la Directiva sobre firmeza de la liquidación<sup>13</sup>.

En segundo lugar, como ya se puso de relieve en el documento de trabajo de la Comisión de 2007, la diferencia de redacción entre la Directiva sobre garantías financieras y la Directiva sobre firmeza de la liquidación refleja el reconocimiento —en el momento de la adopción de la Directiva sobre garantías financieras— de que los mercados de valores de la UE habían evolucionado de forma que permitían emplear una expresión más adecuada para describir la misma fórmula, es decir, el lugar en que «se encuentra» la cuenta<sup>14</sup>.

En tercer lugar, las diferencias terminológicas no están presentes en todas las versiones lingüísticas de la Directiva. Mientras que en su versión inglesa la Directiva sobre firmeza de la liquidación y la Directiva relativa a la liquidación utilizan los términos «*located*» y la Directiva sobre garantías financieras utiliza los términos «*maintained*», varias versiones lingüísticas de la Directiva sobre firmeza de la liquidación y la Directiva sobre garantías financieras, emplean exactamente el mismo término. Por ejemplo, las versiones francesa, italiana y rumana de la Directiva sobre firmeza de la liquidación y de la Directiva sobre garantía financiera emplean la misma referencia al país en el que la cuenta está «*located*» («situé», «situato», «se află»). Otras versiones lingüísticas utilizan otros términos, como la versión portuguesa que emplea dos términos distintos equivalentes a «*located*» y «*situated*» y la neerlandesa, que emplea términos equivalentes a «*located*» y «*held*».

### **3.2. Determinación del lugar en que «se sitúa» o «se encuentra» la cuenta o el registro**

La Comisión observa que, según la transposición efectuada a nivel nacional, existen diversas maneras de determinar dónde «se sitúa» o «se encuentra» una cuenta de valores. Sin perjuicio de posibles futuras decisiones del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, todas estas diferentes formas de interpretación parecen ser válidas en el marco de las Directivas. Las disposiciones sobre conflicto de leyes establecidas en las tres Directivas no ofrecen definiciones claras para determinar dónde «se sitúa» o «se encuentra» la cuenta de valores. Sin embargo, el considerando 8 de la Directiva sobre garantías financieras indica claramente la base común para el conflicto de leyes en toda la UE:

*El principio de lex rei sitae, según el cual la legislación aplicable para decidir si un acuerdo de garantía financiera se ha ultimado correctamente y por tanto es válido ante terceros es la del país en el que se encuentra la garantía financiera, está actualmente reconocido en todos los Estados miembros.*

No se dispone de otras fuentes para aclarar cómo debe determinarse el país dónde «se encuentra» («*maintained*») o «se sitúa» («*located*») la cuenta o el registro, dado que otros actos de la UE no recogen dicha definición y, hasta la fecha, no existe ninguna jurisprudencia

---

<sup>13</sup> El principio de la Directiva 98/26/CE, en virtud del cual la legislación aplicable a las anotaciones en cuenta de valores aportados como garantía es la de la jurisdicción en la que se encuentre el correspondiente registro, cuenta o sistema de depósito centralizado, debe ampliarse para crear seguridad jurídica.

<sup>14</sup> Documento de trabajo de los servicios de la Comisión: «Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention» (Evaluación jurídica de determinados aspectos del Convenio de la Haya sobre valores, SEC(2006) 910, p. 8.

del Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre el modo en que dichos conceptos han de ser interpretados.

La Comisión observa que, al transponer las disposiciones de la Directiva sobre firmeza de la liquidación y la Directiva relativa a la liquidación, muchos Estados miembros no han incluido ningún criterio adicional en su legislación nacional que pueda prescribir la forma de determinar la jurisdicción en la que «se sitúa» la cuenta o el registro («*located*»)<sup>15</sup>. Del mismo modo, muchas de las medidas nacionales de transposición de la Directiva sobre garantías financieras no añaden aclaraciones sobre cómo determinar donde «se encuentra» la cuenta («*maintained*»)<sup>16</sup>.

En aquellos casos en que las legislaciones nacionales ofrecen orientaciones adicionales, los planteamientos podrían diferir en sus resultados. Además, en aquellos Estados miembros en los que no se añadió ninguna aclaración en la transposición nacional, la jurisprudencia o la literatura especializada podrían proporcionar elementos que ayuden a aplicar los conceptos de situación («*location*») o mantenimiento («*maintenance*») de la cuenta en la práctica. Estos elementos no codificados también podrían dar lugar a resultados divergentes<sup>17</sup>.

Hay una serie de Estados miembros que actualmente interpretan y aplican las disposiciones en materia de conflicto de leyes de la Directiva sobre garantías financieras teniendo en cuenta el lugar en el que se prestan los servicios de custodia. Otros se basan en el contrato de apertura de la cuenta para obtener la información sobre el lugar donde se encuentra (se mantiene) la cuenta. Esta última solución podría tener la ventaja de evitar la posibilidad de que existan distintas leyes aplicables a nivel internacional, en transacciones en que se ven involucradas jurisdicciones que aplican la solución de la elección de la ley aplicable. Otro medio de evitar que existan diferentes leyes aplicables a una operación internacional, en un conjunto más reducido de casos (cuando la ley de un Estado miembro es aplicable de conformidad con una cláusula de elección de la ley en un tercer país), consiste en determinar el significado de «se encuentra (se mantiene)» («*maintained*») de manera que permita que la elección de la ley de dicho Estado miembro sea válida de conformidad con el Convenio de La Haya sobre los valores<sup>18</sup>. Este es el caso cuando los términos «se encuentra (se mantiene)» («*maintained*») se definen como el hecho de efectuar o garantizar el seguimiento de inscripciones en cuentas de valores, de gestionar los pagos o las actuaciones societarias o de realizar cualquier otra actividad habitual necesaria para la gestión de las cuentas de valores. Sin perjuicio de cualquier futura decisión del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, todas las soluciones descritas más arriba parecen válidas con arreglo a las disposiciones pertinentes de la UE.

#### 4. CONCLUSIÓN

La presente Comunicación da una respuesta proporcionada a la inseguridad jurídica residual de las normas existentes en la UE sobre conflicto de leyes en el ámbito de los efectos en materia de derechos de propiedad de las operaciones con valores. Una aclaración de los puntos de vista de la Comisión debe arrojar luz sobre las soluciones existentes en cuanto a la

---

<sup>15</sup> Al menos 16 Estados miembros no han añadido aclaraciones adicionales en sus disposiciones nacionales de transposición de las disposiciones pertinentes de la Directiva sobre firmeza de la liquidación y de la Directiva relativa a la liquidación. Fuente: Valoración en el anexo 5 de la evaluación de impacto, SWD(2018) 52), p. 116.

<sup>16</sup> Al menos 13 Estados miembros no han añadido aclaraciones adicionales en sus disposiciones nacionales de transposición de la disposición pertinente de la Directiva sobre garantías financieras. Fuente: Evaluación, p. 117.

<sup>17</sup> Por ejemplo, existen diferentes enfoques en el marco de la Directiva sobre garantías financieras para determinar el país en donde se encuentra (se mantiene) la cuenta. Fuente: Evaluación, p. 117.

<sup>18</sup> Convenio sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario; puede consultarse en: <https://assets.hcch.net/docs/3afb8418-7eb7-4a0c-af85-c4f35995bb8a.pdf>

forma en que se aplican actualmente las disposiciones pertinentes de la Directiva sobre firmeza de la liquidación, la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera y la Directiva relativa a la liquidación, dejando libertad a la Comisión, a la luz de la evolución que tenga lugar a nivel internacional, tecnológico o del mercado, para que evalúe si en el futuro podrían ser necesarias nuevas medidas. A este respecto, conviene subrayar que la presente Comunicación se entiende sin perjuicio de la interpretación de estas cuestiones que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea pueda hacer en el futuro. El Tribunal de Justicia sigue siendo competente en última instancia de la interpretación del Tratado y del Derecho derivado, o de medidas futuras de la Comisión, en particular de índole legislativa. La presente Comunicación se entenderá también sin perjuicio de las medidas que pueda adoptar en el futuro la Comisión de conformidad con la Directiva 2003/87/CE en lo que se refiere a los derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

Las autoridades y administraciones nacionales deben tener en cuenta las aclaraciones facilitadas en la presente Comunicación a la hora de aplicar las disposiciones sobre conflicto de leyes de la Directiva sobre firmeza de la liquidación, la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera y la Directiva relativa a la liquidación. Los Estados miembros deben seguir observando si, a nivel de las interpretaciones nacionales, aparecen discrepancias jurídicas que puedan originar perturbaciones del mercado y deben procurar converger en su interpretación y aplicación de la normativa vigente de la UE.

La Comisión seguirá vigilando la evolución en este ámbito y, en consulta con las partes interesadas, evaluará de qué manera evolucionan las interpretaciones nacionales y las prácticas del mercado, a la luz de la evolución internacional y tecnológica. En particular se evaluarán las pruebas aportadas por las partes interesadas en relación con el impacto de aspectos específicos sobre el funcionamiento del mercado interior. Toda iniciativa legislativa futura irá acompañada de una evaluación de impacto.