

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BARCELONA
FACULTAD DE DERECHO
DEPARTAMENTO DE DERECHO PRIVADO
ÁREA DE DERECHO INTERNACIONAL PRIVADO

**TENENCIA Y TRANSFER DE PARTICIPACIONES SOCIETARIAS
EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES.
PROBLEMAS DE DERECHO INTRANACIONAL PRIVADO**

Tesis doctoral

presentada por

VÉSELA ANDREEVA ANDREEVA

dirigida por

Prof. Dra. BLANCA VILÀ COSTA
Catedrática de Derecho Internacional Privado
Universidad Autónoma de Barcelona
Cátedra Jean Monet de Derecho Comunitario Europeo

Barcelona 2009

ABREVIATURAS

AJCL	American Journal of Comparative Law
AAMN	Anales de la Academia Matritense del Notariado
ACE	Aranzadi Comunidad Europea
ADC	Anuario de Derecho Civil
AEDIPR	Anuario Español de Derecho Internacional Privado
AFD	Anuario de la Facultad de Derecho,
AJICL	Arizona Journal of International and Comparative Law
BIMJ	Boletín de Información del Ministerio de Justicia
BJIBFL	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
CADMI	Cuestiones actuales del derecho mercantil internacional
CarLR	Cardozo Law Review
CBLJ	Canadian Business Law Journal
CBLR	Columbia Business Law Review
CCJC	Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil
CDJ	Cuadernos de Derecho Judicial
CDT	Cuadernos de Derecho Transnacional
CESAME	Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group
CILJ	Cornell International Law Journal
CJEL	Columbia Journal of European Law
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CMLR	Common Market Law Review
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CoLR	Columbia Law Review
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CPSS	Committee on payment and settlement system
DCV	Depositario central de valores
DIPr.	Derecho Internacional Privado
DIPDC	Diritto Internazionale Privato e Diritto Comunitario
DLCIL	Duke Journal of Comparative & International Law
DLJ	Duke Law Journal
DO	Diario Oficial
EBLR	European Business Law Review
ECCG	European Consumer Consultative Group
ECFLR	European Company and Financial Law Review
ECSDA	European Central Securities Depositories Association
EDCE	Estudios de Derecho Comunitario Europeo
EGIC	Entidades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva
ELR	European Law Review
ERPL	European Review of Private Law
FISCO	Fiscal Compliance Group
FJCFL	Fordham Journal of Corporate & Financial Law
FSCG	Financial Services Consumer Group
GJUEC	Gaceta Jurídica de la Unión Europea y de la Competencia
GLJ	German Law Journal
GLR	Georgia Law Review
Geor.LJ	Georgetown Law Journal
ICLQ	International & Comparative Law Quarterly
IFLR	International Financial Law Review
IICLQ	International & Comparative Law Quarterly
IJLIP	International Journal of Law and Information Technology
ILR	Idaho Law Review
ICMA	International Capital Market Association
IOSCO	International organization of securities commissions
JBFLP	Journal of Banking and Finance Law and Practice
JBL	Journal of Business Law

JCDI	Juris Classeur Droit International
JCL	Journal of Corporation Law
JILT	Journal of Information, Law and Technology
JPIL	Journal of Private International Law
JRDP	Justicia: Revista de Derecho Procesal
LMCLC	Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly
LLR	Loyola of Los Angeles Law Review
LPIB	Law and Policy in International Business
LPIB	Law and Policy in International Business
MJIL	Michigan Journal of International Law
NIPR	Nederlands Internationaal Privaatrecht
NUE	Noticias de la Unión Europea
OREP	Oxford Review of Economic Policy
OSJDR	Ohio State Journal on Dispute Resolution,
OXEMA	Oxford Economic Research Associates
RCAO	Revistes Catalanes de Accés Obert
RCDI	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario
RCDIP	Revue Critique de Droit International Privé
RCE	Revista de la Contratación Electrónica
RCEA	Revista de la Corte Española de Arbitraje
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDCB	Revue de Droit Commercial Belge
RDCE	Revista de Derecho Comunitario Europeo
RDCP	Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RDMV	Revista de Derecho del Mercado de Valores
RDNT	Revista de Derecho y Nuevas Tecnologías
RDP	Revista de Derecho Privado
RDS	Revista de Derecho de Sociedades
REDE	Revista Española de Derecho Europeo
REDI	Revista Española de Derecho Internacional
REEI	Revista electrónica de estudios internacionales
RIE	Revista de Instituciones Europeas,
RIS	Review of International Studies
RGD	Revista General de Derecho
RGDE	Revista General de Derecho Europeo
RIE	Revista de Instituciones Europeas
RJC	Revista Jurídica de Catalunya
RJUAM	Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid
RRCCS	Revista de responsabilidad civil, circulación y seguro
SEC	Securities and Exchange Commission
SHLR	Seton Hall Law Review
SJLBF	Stanford Journal of Law, Business, and Finance
SSI	Sociedades de Servicios de Inversión
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
TJCE	Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea
TS	Tribunal Supremo
UE	Unión Europea
UPJIEL	Uni. of Pennsylvania Journal of International Economic Law
UCLR	University of Cincinnati Law Review
ULR	Uniform Law Review
UNCITRAL	Comisión de las Naciones Unidas de Derecho de Comercio Internacional
UNIDROIT	International Institute for the Unification of Private Law
VOC	Verenigde Oostindische Compagnie
YLJ	Yale Law Journal
YPIL	Yearbook of Private International Law

ÍNDICE

Abreviaturas	I	
Introducción	7	
Capítulo I. Los mercados de valores, sus participantes y las acciones objeto de tenencia, negociación y transfer – cuestiones preliminares		
Introducción.....	17	
Sección I. El emisor - sociedad anónima	27	
1.La sociedad anónima cotizada en el derecho español	29	
Sección II. El camino de construcción del sistema actual de tenencia y transfer de las participaciones societarias		33
1.Las acciones como objeto de negociación	34	
2.La crisis de papel de los años 60	39	
3.Iniciativas de modernización.....	42	
3.1.La labor de las organizaciones internacionales	43	
3.2.El informe de G-30.....	44	
3.3.El Informe Lamfalussy	45	
3.4.Los trabajos del Grupo Giovannini y la modernización del marco legal comunitario	48	
3.5.El Informe del Grupo de Abogados de los Mercados Financieros Europeos (<i>European Financial Markets Lawyers Group</i>)	52	
3.6.Iniciativas de la Comisión Europea.....	54	
3.6.1. <i>Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group (CESAME)</i>	56	
3.6.2.Otros grupos de expertos	57	
3.7.El proyecto UNIDROIT	59	
3.8.La Convención de la Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario	62	
3.9.Otros proyectos relevantes - ejercicio de los derechos de accionista ..	67	

3.10.Consideración de futuro - Libro Verde sobre Política de los servicios financieros 2005-2010	71
3.11.Consideraciones conumes	75
Sección III. Las participaciones societarias - naturaleza, negociación y transfer	81
1.Naturaleza de las acciones.....	84
1.1.Las acciones como propiedad	88
1.1.1.Los procesos de desmaterialización e inmovilización.....	89
1.1.2.Distinción entre valores subyacentes y derechos derivados.....	93
1.1.2.1.Art. 8 UCC	95
1.1.3.Acciones tangibles/ acciones intangibles.....	96
1.1.4.Las acciones como bienes fungibles	98
2.Tenencia y transfer de participaciones societarias en los mercados internacionales de capital.....	105
2.1.Sistemas de tenencia de valores anotados en cuenta	105
2.1.1.Sistema de tenencia directa	108
2.1.2.Sistema de tenencia indirecta	114
2.1.3.El sistema español de tenencia de las acciones	122
2.2.Adquisición y transfer de acciones.....	130
2.2.1.Negociación y contratación	131
2.2.2.Post-contratación	132
2.2.2.1.Los participantes.....	136
2.2.2.2.El mecanismo de adquisición	142
2.2.3.Adquisición y transfer en el sistema español	152
3.Consecuencias jurídicas	158
3.1.Ventajas e inconvenientes de las formas de representación de las acciones en relación con su negociación y transfer	158
3.2.Los riesgos asociados a la tenencia y el transfer de las acciones .	160
3.3.Obstáculos al ejercicio de los derechos políticos y económicos del accionista	165

Conclusiones	169
--------------------	-----

Capítulo II. Competencia judicial internacional de los tribunales españoles en las transacciones internacionales de participaciones societarias

Introducción.....	175
-------------------	-----

Sección I. Normativa comunitaria..... 181

1.Marco general	181
-----------------------	-----

2.Cláusula de elección de tribunal en el contrato de adquisición de valores negociables	183
---	-----

2.1.Cláusula de elección en los estatutos de la sociedad emisora.....	187
---	-----

2.2.Cláusula de atribución de competencia en los contratos electrónicos	198
---	-----

3.El lugar de cumplimiento del contrato como criterio de determinar el foro competente	204
--	-----

3.1.El lugar de entrega de las mercancías	208
---	-----

3.2.El lugar de la prestación de los servicios	214
--	-----

4.Adquisición de acciones a través de una sucursal, agencia o establecimiento	222
---	-----

5.Responsabilidad derivada de un perjuicio extracontractual.....	229
--	-----

6.Contratos de tenencia y transfer de participaciones societarias celebrados con consumidores. Competencia judicial internacional	237
---	-----

6.1.Marco jurídico comunitario	238
--------------------------------------	-----

6.2.Noción de consumidor.....	243
-------------------------------	-----

6.3.Elementos constitutivos del contrato celebrado con consumidores....	255
---	-----

6.4.Foros de competencia judicial internacional en los contratos de consumidores	275
--	-----

Sección II. Derecho Autónomo Español..... 284

1.Estructura general	284
----------------------------	-----

2.La LOPJ y los conflictos en relación con la constitución, validez, nulidad o disolución de sociedades o personas jurídicas.....	292
---	-----

3. Autonomía de la voluntad.....	294
3.1. Sumisión expresa	294
3.2. Sumisión tácita.....	299
4. Foros especiales en materia contractual	301
4.1. El <i>forum executionis</i> y el <i>forum celebrationis</i>	301
4.2. Los contratos celebrados con una agencia, sucursal o establecimiento.....	312
5. Responsabilidad derivada de un perjuicio extracontractual.....	315
6. El inversor en su calidad de consumidor y la LOPJ.....	317
6.1. La sumisión expresa en los contratos celebrados con consumidores	326
Conclusiones.....	328

Capítulo III. Ley aplicable a la emisión, la tenencia y el transfer de las participaciones societarias

Introducción.....	333
Sección I. Ley aplicable a los valores anotados en cuenta	334
1. El <i>situs</i> de los valores como criterio para determinar la ley aplicable .	334
1.1. El denominado “ <i>look-through</i> ” <i>approach</i> ”	341
1.2. <i>PRIMA – place of the relevant intermediary approach</i>	344
2. <i>Lex societatis</i>	354
2.1. Ley aplicable a la emisión de las acciones.....	357
2.2. Ley aplicable al transfer	360
2.3. Efectos de la adquisición.....	363
2.4. Ley aplicable a la relación entre la sociedad y el inversor y entre los accionistas <i>inter se</i>	364
2.5. Criterios para determinar la <i>lex societatis</i>	372
2.5.1. El modelo de incorporación.....	372
2.5.2. El modelo de sede real	374
2.5.3. Normativa española.....	376

2.5.4. Consecuencias de la confrontación de los dos modelos en relación con la tenencia y el transfer de las acciones.....	379
Sección II. Ley aplicable a la adquisición de acciones	383
1.El Reglamento Roma I- marco general	387
2.La autonomía de la voluntad	398
3.Ley aplicable a falta de elección (válida)	405
4.Contratos celebrados con consumidores	418
4.1.Contratos excluidos de la protección del art. 6 RRI.....	421
4.2.Contratos cubiertos por la protección del art. 6 RRI.....	427
4.3.Los consejos financieros.....	436
4.4.Elección de ley aplicable	437
5.Normas imperativas del foro	440
6.Transacciones internacionales en los mercados bursátiles	445
7.Los consejos de inversión como servicios financieros	451
7.1.Relación contractual	451
7.2.Responsabilidad derivada de un perjuicio extracontractual.....	455
7.2.1.Autonomía de la voluntad.....	458
7.2.2.Ley aplicable a falta de elección (válida)	462
Conclusiones.....	465
Conclusiones.....	469
Bibliografía	475
Doctrina.....	475
Instituciones comunitarias y organizaciones internacionales	516
Normativa	523
Jurisprudencia.....	531

INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas los mercados financieros han experimentado importantes cambios que modifican sustancialmente su estructura y funcionamiento. Los procesos de globalización y la incorporación de las nuevas tecnologías aceleran el desarrollo de dicho mercado, eliminando paulatinamente las diferencias en la reglamentación de las transacciones financieras en los ordenamientos nacionales. Desde el punto de vista jurídico, la modernización del sector financiero incide con fuerza sobre los aspectos materiales y conflictuales de las operaciones de adquisición de valores que se realizan en los mercados internacionales. El interés que la materia suscita, a la vez que su trascendencia económica, explica el importante aumento del interés de la doctrina internacionalprivatista hacia esta materia¹.

El interés que suscita la materia se debe, precisamente, a la creación de un sistema completamente nuevo de tenencia y transfer de

¹ En relación con la problemática relacionada con la tenencia y el transfer de los valores anotados en cuenta destacan, entre otros, los trabajos de: BENJAMIN, Joanna, YATES, Madeleine, MONTAGU, Gerald, *The law of global custody*, Butterworths, 2002; BENJAMIN, Joanna, *Financial Law*, 2007, Oxford University Press; GARCIMARTÍN ALFERÉZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional", *RDMV*, N.º 1, 2007, pp. 75-130; GOODE, Roy, "The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities", en ODITHAN, Fidelis, *The future for the global securities market*, Clarendon Press, Oxford, 1996; GUTTMAN, Egon, "Transfer of securities: state and federal interaction", *CarLR*, 12, 1990, pp. 437-464; GUYNN, Randall D., "Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws", *Capital Markets Forum*, Section on Business Law, International Bar Association, 1996; HAENTJEANS, Matthias, *Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, cop. 2007; KHIMJI, Mohamed F., "Intermediary credit risk: a comparative law analysis of property rights in indirectly held securities", *JBL*, N.º 3, 2005, pp. 287-325; KRONKE, Herbert, *Capital markets and conflict of laws*. Recueil des cours / Académie de Droit International = Collected courses of The Hague Academy of International Law, 2000, pp. 245-386; LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronterizas de los valores negociables en la Unión Europea*, Comares, Granada, 2002; MOONEY, Charles W., Jr "Beyond negotiability: a new model for transfer and pledge of interests in securities controlled by intermediaries", *CarLR*, December, 1990, pp. 305; ODITHAN, Fidelis, *The future of the global securities market. Legal and regulatory aspects*, Clarendon Press, Oxford, 1996; OOI, Maisie, *Shares and other securities in the conflict of laws*, Oxford University Press, 2003; PAZ ARES, Cándido/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros", *RDM*, 2000, pp. 1479-1519; POTOK, Richard, *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, Butterworths, 2002; ROGERS, James S., "Conflict of Laws for Transactions in Securities Held Through Intermediaries", Boston College Law School Faculty Papers, 2005, disponible en: <http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1109&context=bc/bclsfp>; THÉVENOZ, Luc, "Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law", *SJLBF*, Duke Law School Legal Studies Paper No. 170; VAN HOUTTE, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998

participaciones societarias en el que el protagonismo principal lo tienen los intermediarios financieros. De acuerdo con el esquema tradicional, la adquisición de las acciones requiere la entrega del título que incorpora los derechos y las obligaciones del accionista contra el correspondiente pago. El emisor mantiene relación directa con los inversores y la calidad de accionista se materializa o bien, a través de títulos al portador, o bien, a través de títulos nominativos. Los primeros se transmiten con la entrega del documento, mientras que los segundos, con la entrega y el endoso (y la inscripción del nombre del adquirente en los libros del emisor, si la normativa interna los exige). Este método sigue aplicándose, pero tan sólo en el mercado nacional.

El esquema de las transacciones internacionales, sin embargo, es algo diferente. Participes indispensables siguen siendo el inversor y el emisor. No obstante, los protagonistas principales son los intermediarios. La estructura de las operaciones financieras se constituye por múltiples intermediarios que eliminan la relación directa entre la sociedad emisora y el accionista. Los valores subyacentes, se desmaterializan o inmovilizan en Depositarios Centrales y objeto de negociación son los derechos derivados de las acciones anotadas en cuentas. Las transacciones de los derechos y las obligaciones del accionista no se realizan con la entrega de ningún documento físico, sino con anotaciones contables de crédito y débito en las cuentas, respectivamente, del comprador y del vendedor. En este sistema los valores se custodian y transfieren en un sistema multinivel en el que los diferentes intermediarios interactúan desde diferentes jurisdicciones. Este es un cuadro habitual en los mercados financieros internacionales en los que los sistemas de compensación y liquidación gozan de un cierto nivel de integración.

La nueva estructura del sistema de tenencia y transfer de valores negociables incide en todos los aspectos en la regulación de la materia. En este contexto, cada ordenamiento regula de manera específica los aspectos concretos de la adquisición y la custodia, de las relaciones entre los participantes- emisor, intermediarios e inversores, y los

derechos y obligaciones de cada uno, siempre tomando en consideración si es una operación bursátil o extrabursátil. La organización económica y el ordenamiento jurídico nacional determinan las particularidades de la reglamentación en cada Estado. En algunos ordenamientos el nombre del inversor se inscribe en el registro de la sociedad, mientras que en otros, el emisor no tiene constancia de las personas que adquieren las participaciones societarias. Por otro lado, en algunos Estados el intermediario es un simple mandatario, mientras que en otros, aplicando los principios que rigen la figura del *trust*, se distinguen entre *beneficial owner* y *legal owner* (Gran Bretaña). Varía, también, según la normativa aplicable, la naturaleza de los derechos del inversor – derechos de propiedad (Alemania, Bélgica, España, Holanda, etc.), *entitlement securities* (EE.UU.).

Los riesgos asociados con las inversiones financieras que se realizan en los mercados bursátiles justifican las medidas de intervención y las normas imperativas que regulan determinados aspectos de tales operaciones. En este contexto, se han de destacar las medidas concretas que tienen como finalidad proteger los intereses de los inversores –personas físicas. En el ámbito comunitario ha sido adoptado un marco legislativo destinado a salvaguardar los intereses de los operadores económicos que no disponen de la misma experiencia profesional y poder económico que sus contrapartes. En dicho marco legislativo atención especial se presta a los derechos de los inversores – personas físicas que invierten sus ahorros en instrumentos financieros que se negocian en los mercados globales. Los inversores –personas físicas- son consumidores y merecen la protección especial que se les otorga a éstos.

En el marco del Derecho Internacional Privado, a raíz de tal modernización las clásicas teorías aplicadas en esta materia experimentan importantes e interesantes cambios. En especial, la regla *lex situs* tiene un nuevo significado. Tradicionalmente, el *situs* se consideraba el lugar en el que se encontraban físicamente los títulos o

el lugar en el que se situaba el registro. Sin embargo, en la actualidad estos criterios no pueden ser aplicados.

Las nuevas condiciones de tenencia y transfer de los valores negociables se reflejan en la normativa nacional, comunitaria e internacional. En el marco comunitario la modernización de los mercados financieros se evidencia en el Reglamento 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre ley aplicable a las relaciones contractuales (Roma I)². La norma establece disposiciones especiales que regulan la problemática conflictual de los contratos de adquisición y/o custodia y administración de los valores negociables. En este aspecto el legislador comunitario ha tomado en consideración el carácter especial de la emisión, la oferta de venta al público y la oferta pública de adquisición de valores, así como las particularidades de las operaciones que se realizan en los mercados regulados. Falta, en este sentido, adaptar a esta nueva realidad financiera las disposiciones que regulan la atribución de la competencia judicial internacional- el Reglamento 44/2001 de Consejo, de 22 de diciembre 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en la materia civil y mercantil³.

En el ámbito internacional el interés que suscita la problemática relacionada con la tenencia y el transfer de los instrumentos financieros se materializa en el Convenio de 5 de julio de 2006 sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario elaborado por la Conferencia de la Haya de Derecho Internacional Privado⁴. La Convención establece normas comunes relativas a la ley aplicable de los valores depositados en un intermediario. Por otro lado, es imprescindible destacar la labor de

² Reglamento (CE) no 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I), *DO* L177, 04.07.2008, pp. 6-16, en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:177:0006:0016:ES:PDF>

³ Reglamento 44/2001 del Consejo, 22 de diciembre del 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, *DO* L 12 de 16.1.2001, p. 1/23, en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2001:012:0001:0023:ES:PDF>

⁴ Convenio de 5 de julio de 2006 sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario, en: http://www.hcch.net/index_es.php?act=conventions.text&cid=72

UNIDROIT en este campo- el Convenio sobre normas sustanciales relativas a los valores depositados en un intermediario, de 9 de octubre 2009⁵. La Convención tiene como objetivo establecer un marco legal común en relación con la tenencia y la custodia de los valores depositados en un intermediario.

El presente estudio no tiene como objetivo abordar todas las cuestiones de la negociación y la custodia de los instrumentos financieros. El trabajo se centra exclusivamente en los problemas relacionados con la adquisición, la tenencia y el transfer de las *participaciones societarias* en los mercados financieros internacionales, analizados desde la perspectiva del Derecho Internacional Privado. Queda excluido del objeto este trabajo el tema las garantías financieras. La pignoración de los valores negociables es un método que los operadores económicos utilizan con mucha frecuencia para obtener créditos financieros. En el tráfico mercantil internacional estas operaciones plantean problemas muy interesantes, desde el punto de vista jurídico, cuya resolución incide con fuerza sobre la estabilidad del sistema y el correcto funcionamiento del mercado financiero global. La problemática material y conflictual de las garantías financieras dota de particularidades que la hacen merecedora de un estudio espacial que aborde con detalles todas las cuestiones pertinentes. Por esta razón, el tema de las garantías financieras no se analiza en el presente trabajo de investigación.

En este contexto, el estudio sigue un esquema clásico que se divide en tres partes. En el Capítulo I se hace una presentación de la estructura de las transacciones de valores negociables en los mercados financieros internacionales. El Capítulo II se centra en las cuestiones relativas a la competencia judicial internacional de los tribunales

⁵ Convenio sobre normas materiales relativas a los valores depositados en un intermediario (*Convention on harmonised substantive rules regarding securities held with an intermediary*), UNIDROIT, 9 de octubre 2009, CONF. 11/2 – Doc. 42
<http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/conference/conferencedocuments2009/conf11-2-042-e.pdf>

españoles, mientras que en el Capítulo III se desarrolla la problemática conflictual relacionada con la tenencia y el transfer de las participaciones societarias.

El Capítulo I se divide en tres Secciones. En la Sección I se presentan las características distintivas de la sociedad anónima. No se pretende analizar la naturaleza de las sociedades emisoras, sino identificar los rasgos distintivos que tienen relevancia para la negociación y el transfer de las acciones que éstas emiten. En este contexto, el trabajo no analiza las cuestiones relacionadas con la constitución, el funcionamiento, la organización o la disolución de la sociedad anónima. Estos temas son propios del Derecho Mercantil y han sido y son objeto de numerosos estudios especializados. Sin embargo, se toman en consideración estos aspectos cuando tienen relevancia para el objeto del análisis.

En la Sección II se hace un breve recorrido por las diferentes etapas que sigue el desarrollo del sistema de tenencia y transfer de los valores negociables. El objetivo no es hacer una presentación histórica, sino remarcar los sucesos que han tenido una repercusión importante sobre la estructura de las operaciones transfronterizas. Se presentan tanto los acontecimientos históricos, como la crisis de papel de los años 60 y la revolución tecnológica, como la labor de las organizaciones e instituciones internacionales y comunitarias, que desempeñan un papel muy importante en los procesos de modernización. En este contexto, en esta Sección II el acento se pone en las iniciativas que tienen como objetivo establecer estándares unificados y un marco legal común que garanticen la seguridad jurídica, la estabilidad y el correcto funcionamiento del sistema.

La Sección III presenta un esquema más detallado del sistema de tenencia y transfer de las acciones. En este contexto, se presentan las características distintivas de las participaciones societarias, incidiendo especialmente en las formas de representación y las categorías de acciones que se pueden transferir a través de anotaciones en cuenta. Se

presta especial atención a los procesos de desmaterialización e inmovilización que permiten el transfer electrónico de los derechos y las obligaciones que se derivan de la adquisición de las acciones. Las consecuencias desde el punto de vista del DIPr. son la modificación del criterio de la *lex situs*, esto es, se toma en consideración no el lugar en el que se encuentran los títulos o el registro, sino el lugar en el que se sitúa el intermediario correspondiente.

El sistema multinivel crea un complejo esquema de relaciones entre el emisor, los intermediarios y los inversores. Esto hace imprescindible determinar la naturaleza de los derechos de cada uno de los participantes en este sistema piramidal. La identificación de cada relación y de los derechos y obligaciones que tiene cada uno de los contratantes son elementos sustanciales a la hora de determinar la competencia de los tribunales españoles y la ley aplicable. Los principales problemas en las transacciones internacionales de participaciones societarias vienen no de la forma de representación o del lugar de negociación y celebración, sino de la forma de posesión. Es decir, los retos jurídicos no los plantea por el hecho de que los valores se representan por medio de certificados o a través de anotaciones en cuenta, ni tampoco, de la naturaleza del mercado, bursátil o no, en el que se negocian, sino del carácter que ostenta la relación entre el emisor y el inversor, directa o indirecta. Las diferencias en la regulación de estas cuestiones por las normas internas de cada Estado potencian la problemática de las transacciones internacionales.

En último lugar, en la Sección III se presentan las características generales del sistema de custodia y de compensación y liquidación de los pagos en las operaciones sobre valores anotados en cuenta. El correcto funcionamiento de los mercados financieros y la construcción de un sistema eficiente y eficaz requieren normas que establezcan mecanismos libres de errores técnicos y de obstáculos jurídicos.

Las cuestiones que se plantean en el Capítulo I inciden en el DIPr. En el Capítulo II los problemas que surgen se examinan desde la perspectiva sola y exclusivamente de los tribunales españoles. Tal

delimitación del objeto de estudio tiene dos consecuencias. En primer lugar, el estudio no analiza los temas relacionados con el arbitraje. En el ámbito de las operaciones financieras un importante número de controversias se resuelven por vía arbitral. Las contrapartes, cuando son profesionales, normalmente prefieren acudir al arbitraje que resolver el conflicto por vía judicial. La resolución extrajudicial de las controversias se potencia, asimismo, en los contratos celebrados con consumidores. Una de las iniciativas de las instituciones comunitarias en este ámbito es el proyecto FIN-NET- la red de cooperación entre los órganos nacionales de resolución extrajudicial de conflictos sobre servicios financieros. El objetivo es resolver los litigios entre el consumidor y su proveedor de servicios financieros de una manera rápida, económica y sencilla. Toda la problemática relativa a la resolución extrajudicial de conflictos presenta una especial complejidad y merece un estudio especializado que aborde con detalle todos los aspectos pertinentes. Por estas razones el arbitraje queda excluido del tema del presente trabajo.

El Capítulo II se centra en la resolución judicial de las controversias que surgen en relación con la adquisición, y/o la custodia y administración de las participaciones societarias. Un importante número de litigio sobre la materia en cuestión llega a los tribunales. El objeto del litigio puede tener diferente índole y provenir tanto de una relación contractual, como extracontractual. La competencia de los Tribunales nacionales se determina, tomando en consideración los elementos particulares en cada caso concreto y sobre la base de la normativa en vigor. En el ámbito de la competencia judicial internacional los órganos judiciales españoles aplican tres normas- el Reglamento 44/2001, el Convenio relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, hecho en Lugano de 1988 y la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del

Poder Judicial (LOPJ)⁶. La aplicación de estas normas sigue un esquema jerárquico que se analiza en detalle en el Capítulo II. La Sección I examina los supuestos en los que los tribunales españoles son competentes, aplicando el Reglamento 44/2001/ Convenio de Lugano, mientras que la Sección II analiza la misma problemática desde la perspectiva de la LOPJ.

El Capítulo III abarca la problemática conflictual relacionada con la adquisición y/o la custodia y administración de las participaciones societarias. El Capítulo se divide en dos partes. La Sección I se centra en los criterios que se emplean para determinar la ley aplicable a la emisión, a la forma de representación y a la tenencia de las participaciones, así como a la relación entre la sociedad emisora y los accionistas. Se presta especial atención a los problemas que surgen a la hora de determinar la ley aplicable a la naturaleza y los efectos de los derechos derivados. En este punto se analizan las razones por las que se modifica la aplicación de la regla *lex rei situs*. La Sección II analiza los criterios que aplican los tribunales españoles para determinar la ley aplicable a las relaciones contractuales y extracontractuales que se constituyen en el proceso de adquisición de las acciones entre la sociedad emisora, los intermediarios y los inversores. En relación con los contratos, la norma de aplicación es el Reglamento Roma I, mientras que en caso de perjuicios extracontractuales, los tribunales españoles para determinar la ley aplicable emplean los criterios previstos en el Reglamento 864/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007, relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II)⁷.

La importancia de las operaciones transfronterizas que tienen como objeto los valores negociables y la problemática conflictual que

⁶ Convenio de Lugano de 1988 relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, *DO*, L 319 de 25.11.1988, p. 9–48. El texto del Convenio se puede consultar en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:41988A0592:ES:HTML> ; Ley Organica 6/1985, de 1 de Julio, del Poder judicial. *BOE*, núm. 157/1985, 2 Julio 1985

⁷ Reglamento (CE) n° 864/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio 2007 sobre la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II), *DO* L 199 de 31/7/2007, en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:199:0040:0049:ES:PDF>

surge se toman en consideración por el legislador comunitario. La construcción de un mercado financiero único exige medidas concretas que eliminen los obstáculos jurídicos y proporcionen medidas que garanticen la seguridad jurídica en el tráfico mercantil. En el marco conflictual tales medidas se materializan en normas específicas que regulan la determinación de la ley aplicable en los contratos relacionados con la compraventa de valores negociables. Asimismo, se prevén normas especiales sobre los contratos celebrados con inversores-personas físicas que actúan en los mercados financieros fuera de su ámbito profesional.

El trabajo se limita al estudio de la problemática relacionada con la adquisición sola y exclusivamente de las *participaciones societarias*. Se excluyen intencionadamente el resto de valores negociables que emite la sociedad anónima, así como los instrumentos financieros que circulan en los mercados financieros internacionales. Consecuentemente, el objeto del estudio no incluye las obligaciones y otros títulos de crédito negociables en los mercados de capitales, así como los futuros, incluidos los instrumentos equivalentes que requieren pago en efectivo, los swaps, las opciones y todos los instrumentos derivados de éstos. No obstante, para evitar reiteraciones como sinónimo de *participaciones societarias* se emplean los términos *acciones* y *valores negociables* (puesto que las acciones son un tipo de valores negociables). El término *instrumentos financieros* se emplea tan sólo en los casos en los que se hace una presentación global de la problemática analizada y no tiene como finalidad sustituir el término *participaciones societarias*.

CAPÍTULO I

LOS MERCADOS DE VALORES, SUS PARTICIPANTES Y LAS ACCIONES OBJETO DE TENENCIA, NEGOCIACIÓN Y TRANSFER – CUESTIONES PRELIMINARES

INTRODUCCIÓN

Uno de los sectores de la economía en los que los procesos de globalización han tenido una mayor influencia son los mercados financieros. El desarrollo tecnológico y la modernización en el sistema de tenencia, negociación o pignoración de los instrumentos financieros han permitido a los operadores de cualquier lugar del mundo realizar con una cierta facilidad la transacción deseada. Estas operaciones tienen cada vez más carácter internacional, debido a que las contrapartes no se encuentran en el mismo Estado en el que está situado el mercado de valores correspondiente. Por otro lado, las transacciones se regulan por la normativa interna de cada Estado que tiene como objetivo proteger su mercado interno y los operadores nacionales. Las transacciones bursátiles son operaciones altamente especulativas, lo que explica el carácter predominantemente imperativo de la normativa nacional que los regula. Otro factor importante, que influye notablemente sobre la reglamentación de las transacciones de instrumentos financieros, son las particularidades del sistema económico en cada Estado, lo que se refleja en la legislación nacional correspondiente.

La interacción de todos estos factores, que inciden sobre el desarrollo de la normativa reguladora de las transacciones de valores, y la falta de armonización de los criterios que determinan la competencia judicial internacional y la ley aplicable de diferentes aspectos de la

tenencia, el transfer o la pignoración de los instrumentos financieros han motivado los trabajos de la Unión Europea, la Conferencia de la Haya⁸, IOSCO⁹ y UNIDROIT que tienen como objetivo eliminar la incertidumbre y minimizar los riesgos. En el ámbito de las operaciones financieras la UE ha adoptado varias Directivas que regulan las condiciones mínimas de organización de los mercados, la protección de los inversores, personas físicas, y los aspectos específicos de las transacciones financieras¹⁰. La Conferencia de la Haya ha adoptado el Convenio sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario del 5 de julio de 2006¹¹. El Instituto Internacional para la unificación del Derecho privado prepara diferentes normas sustanciales relativas a los valores intermediados¹². La Organización Internacional de Comisiones Nacionales de Valores tiene como objetivo elaborar normas sobre la protección de los consumidores, la creación de un mercado global eficaz y transparente y la eliminación del riesgo sistemático¹³.

La labor de las organizaciones e instituciones internacionales y/o nacionales por eliminar las diferencias sustanciales en el régimen del transfer y pignoración de los valores negociables y minimizar los riesgos de las transacciones no significa, sin embargo, que se puede llegar a construir un mercado único global. La realidad contemporánea se constituye por mercados financieros nacionales cada vez más integrados en los que paulatinamente los Estados eliminan las barreras

⁸ Información completa sobre los trabajos y los proyectos de la Conferencia de la Haya se pueden consultar en: www.hcch.net

⁹ Informe de CPSS e IOSCO, “Recomendaciones para los sistemas de valores”, Noviembre 2001, en: <http://www.bis.org/>; CPSS/IOSCO, “Metodología para la evolución de las Recomendaciones para los sistemas de liquidación de los valores”, Noviembre 2002, <http://www.bis.org/>

¹⁰ Información completa sobre las normas adoptadas se puede consultar en: http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/index_es.htm

¹¹ Convenio sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario. La Convención se adopta en diciembre de 2002 pero la primera firma se hace el 5 de julio de 2006 y por esta razón se indica ésta segunda fecha. Información más detallada sobre el proceso de adopción del texto convencional se puede encontrar en la página web de la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado: http://www.hcch.net/index_es.php

¹² Información completa sobre la estructura y el trabajo del Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado se puede encontrar en: <http://www.unidroit.org/>

¹³ IOSCO (*The international organization of securities commissions*) o la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), reúne 164 reguladores nacionales de mercado que han acordado a cooperar con el fin de establecer unos estándares de regulación que mantengan un mercado de capitales eficiente y eficaz. Más información sobre la actividad de IOSCO en: www.iosco.org

de acceso para inversiones extranjeras, sin que esto afecte a las características particulares de sus sistemas económicos. El proceso de globalización de los mercados financieros requiere medidas sincronizadas que regulen las transacciones de valores, protegiendo los intereses de todas las partes implicadas. Las operaciones financieras tienen un peso especial en el desarrollo de la economía de los Estados. La trascendencia que las transacciones bursátiles tienen justifica el carácter imperativo de las normas reguladoras. El equilibrio, necesario para el correcto funcionamiento del mercado, se mantiene proporcionando igualdad en las posibilidades de acceso y garantías jurídico – económicas de los intereses de todos los participantes. Los mercados nacionales que presumen de un considerado volumen de inversiones extranjeras contienen disposiciones legales que disminuyen significativamente los riesgos de inversión, lo que proporciona la seguridad jurídica necesaria que garantiza los intereses de los inversores. Mientras más seguridad y garantías proporciona la normativa interna, más personas físicas o jurídicas participan con sus ahorros en el mercado financiero, lo que determina, por lo tanto, los beneficios y el prestigio de éste último.

El éxito de una economía que atrae el inversor extranjero se debe, por otro lado, a la operatividad de su sistema. El inversor necesita poder realizar sus operaciones con la máxima eficacia posible tanto desde el punto de vista técnico, como burocrático. Factor imprescindible que proporciona la estabilidad en el mercado y la seguridad y confianza en los operadores es la eficiencia de la entidad a través de la que se efectúan las transacciones en los mercados financieros nacionales. La globalización de los mercados de valores significa, asimismo, que si el sistema que regula las operaciones en un Estado goza de un indudable éxito, es decir, atrae inversiones extranjeras, los participantes en el resto de los mercados exigirán su ampliación en el espacio nacional. El fraccionamiento del mercado financiero global potencia la competencia entre normativas reguladoras y los sistemas de compensación y

liquidación de pagos, lo que, desde un punto de vista puramente práctico, favorece su desarrollo.

En el presente Capítulo se distinguen las características más relevantes de los mercados financieros, del objeto de las operaciones que se realizan en ellos, de sus participantes, compradores o vendedores, y de las instituciones a través de las que se efectúan las transacciones de compraventa de valores. La presentación se hace desde el punto de vista del Derecho Internacional Privado (DIPr.), es decir, se presta atención principalmente a los rasgos distintivos relacionados con los problemas de competencia judicial internacional y ley aplicable a la compraventa de las participaciones societarias. El trabajo tiene como objeto el estudio de los aspectos de la compraventa transfronteriza de las participaciones societarias. Los problemas relacionados con los derechos reales sobre valores no entran en el estudio, aunque en determinadas ocasiones se hace referencia a algunas normas que regulan la pignoración y a determinados elementos de particular interés para el Derecho Internacional Privado.

El trabajo está dividido en tres Secciones. La Sección I tiene como objeto el estudio de los aspectos distintivos de la sociedad anónima. La presente tesis se centra sobre la problemática material y conflictual de la tenencia y el transfer de las participaciones societarias, vistos desde la perspectiva del DIPr. Antes de analizar las particularidades de las operaciones transfronterizas de adquisición de valores y los problemas que se observan, es imprescindible presentar los rasgos distintivos de la sociedad emisora. En la Sección I no se pretende analizar la naturaleza de la sociedad anónima, sino observar la influencia que tienen sobre su carácter los tipos de mercados en que se negocian las acciones que emite. En este contexto, hay diferencias sustanciales entre las sociedades que cotizan sus acciones en un mercado regulado y los que los negocian en un mercado no-regulado. Estas diferencias tienen consecuencias sobre las formas de representación y de adquisición de las acciones e inciden sobre problemática conflictual que se analiza en

los Capítulos II y III. Se presta especial atención a las características distintivas de las sociedades anónimas cotizadas por las particularidades que surgen de la aplicación simultánea de la *lex societatis* y la *lex mercatus*. El término *sociedad anónima cotizada* se determina por la normativa del Estado en el que la entidad opera. Por esta razón se presentan los aspectos identificativos de la sociedad anónima cotizada desde la perspectiva del Derecho español.

En la Sección II se hace un breve recorrido por la evolución de la tenencia y el transfer de las participaciones societarias. La presentación se remota en los tiempos en los que surge y se desarrolla la idea de los comerciantes de pedir dinero no a los bancos, sino a los ciudadanos. Así nace la sociedad anónima. A cambio de la atribución económica, las sociedades otorgaban derechos y obligaciones que permitían a los inversores participar en la toma de decisiones y beneficiarse de las ganancias de la compañía. Estos derechos eran activos intangibles que, con el paso del tiempo y el desarrollo del modelo se incorporaron en soportes físicos. Cada Estado regula de manera distinta la naturaleza de los títulos, tomando en consideración las ventajas y las desventajas del sistema que se registran en su territorio. En la Sección II se describen las formas de representación de los valores y los métodos que se empleaban para el transfer de los derechos derivados de la adquisición de las participaciones societarias.

El camino de la evolución del sistema de tenencia y transfer de acciones pasa por varias etapas que marcan su desarrollo. El estudio no tiene como objetivo analizar en profundidad todos los acontecimientos históricos, sino presentar los que en mayor medida han influido sobre su carácter contemporáneo. En este sentido, se presenta la crisis de papel de los años 60 que, literalmente, trastorna el correcto funcionamiento de los mercados financieros. Como consecuencia se adoptan normas y mecanismos, jurídicos y técnicos, que modernizan el sistema de tenencia y transfer, proporcionando una cierta estabilidad.

Papel principal en el proceso de modernización tienen las organizaciones internacionales y las instituciones comunitarias que estudian las deficiencias del sistema y presentan sus recomendaciones de medidas concretas y procedimientos que mejoran el sistema de tenencia y transfer de los valores negociables. Este estudio presenta las propuestas y la consecuencia jurídicas que éstas tienen sobre la construcción de un espacio financiero global. Atención especial se presta a la normativa comunitaria que establece las bases comunes que tiene como objetivo la eliminación de los obstáculos de libre circulación de capitales y la creación de un mercado financiero único que pueda competir con el norteamericano y el japonés. Entendemos que la exposición de la normativa reguladora es de suma importancia para el posterior desarrollo de este trabajo, puesto que los problemas relativos a la determinación de la competencia judicial internacional y de la ley aplicable, vistos desde la perspectiva de los órganos judiciales españoles, se resuelven con la aplicación de las correspondientes normas comunitarias que incluye el Reglamento 44/2001 del Consejo, 22 de diciembre del 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, el Reglamento (CE) No 864/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II) y el recién adoptado Reglamento (CE) No 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I).

Por otro lado, el desarrollo tecnológico ha ofrecido un acceso fácil y rápido a los servicios financieros, haciendo posible la realización de la compraventa desde cualquier lugar del mundo. El acceso electrónico a las bolsas ha permitido a los pequeños y medianos inversores participar en las transacciones financieras, lo que ha incrementado considerablemente el volumen de las operaciones. El creciente interés de personas físicas en invertir sus ahorros en bolsa ha obligado al legislador comunitario a elaborar normas que garantizan sus derechos,

ofreciéndoles la protección especial de la que gozan los consumidores. En relación con la modernización tecnológica, se ha elaborado, asimismo, disposiciones legales que regulan la oferta y la contratación de productos y servicios vía Internet.

Se han establecido, por otro lado, reglas básicas que unifican los criterios de operatividad de las empresas de servicios de inversión en Europa, reconociendo el derecho de una empresa constituida válidamente en un Estado Miembro a prestar sus servicios en otro Estado Miembro. De esta manera se pretenden eliminar los obstáculos a la libre circulación de capitales y se facilita la creación de un mercado financiero único eficaz. Se han adoptado normas sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, así como normas con las que se pretenden armonizar los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado - Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que modifica la Directiva 2001/34/CE¹⁴. Las instituciones europeas han establecido, asimismo, un marco regulador común a los Estados Miembros en relación con los aspectos principales de ofertas públicas de adquisición como forma de que todos los accionistas puedan participar en un eventual cambio de control- Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores mobiliarios y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE¹⁵. Han sido adoptadas

¹⁴ Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que modifica la Directiva 2001/34/CE, *DO L* 390 de 31.12.2004, en:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:ES:PDF>

¹⁵ Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores mobiliarios y por

también normas especiales que garantizan el ejercicio de los derechos políticos y económicos de los inversores - Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas¹⁶.

La Unión Europea ha elaborado, en este aspecto, un Plan de acción de servicios financieros (PASF) que establece los objetivos políticos y las medidas propuestas para el desarrollo del mercado único de los servicios financieros¹⁷. Dichas prioridades comunitarias se desarrollan en el Libro Blanco sobre los servicios financieros 2005-2010 en el que se reconoce la necesidad de consolidar los progresos realizados, finalizar las acciones emprendidas, reforzar la cooperación entre las autoridades y las instituciones que controlan el correcto funcionamiento del sistema y eliminar los existentes obstáculos a la integración¹⁸. Éstos son los principales puntos de interés a los que se prestará especial atención en la Sección II.

La Sección III destaca las características más relevantes de las participaciones societarias que se toman en consideración para el transfer de dichos valores. Se distinguen las formas de representación de las acciones y las categorías de valores que se pueden transferir a través de anotaciones en cuenta. Las particularidades de las transacciones, bursátiles o extrabursátiles, y las diferencias entre las normas jurídicas nacionales que regulan la relación entre el inversor y el intermediario requieren determinar la naturaleza de los derechos del inversor sobre los valores suscritos en cuenta. Este aspecto exige determinar el carácter de los correspondientes derechos y cómo éstos se evidencian. Dicho en otras palabras, ¿las anotaciones en cuenta se

la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, *DO* L 345 de 31.12.2003, en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:345:0064:0089:ES:PDF>

¹⁶ Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, *DO* L 184 de 14.7.2007, en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:ES:PDF>

¹⁷ Plan de acción de servicios financieros (PASF): <http://europa.eu/scadplus/leg/es/lvb/l24210.htm>

¹⁸ Libro Blanco sobre los servicios financieros 2005-2010: <http://europa.eu/scadplus/leg/es/lvb/l33225.htm>

consideran una (simple) prueba de la propiedad o es un elemento constitutivo para la existencia de los valores?

Otro aspecto importante es la protección de los derechos del inversor ante el intermediario y ante terceros. La cuestión se plantea cuando el proveedor del servicio financiero está declarado insolvente. El inversor es el titular de los valores, puesto que ha pagado el precio, pero las acciones se encuentran anotadas en la cuenta gestionada por el intermediario. En caso de quiebra de éste último, el inversor necesita un mecanismo con el que demostrar la propiedad sobre los valores. En este aspecto, es importante ver de qué manera se hace la separación entre los valores, propiedad del intermediario y los que pertenecen al titular de la cuenta. La existencia de un mecanismo jurídico que identifica la propiedad del inversor protege los derechos del titular ante las pretensiones de los acreedores del intermediario.

Se analizan los aspectos decisivos que se emplean como criterios para determinar la competencia judicial internacional de los tribunales de un Estado y la ley aplicable al negocio de la compraventa de valores. Atención especial se presta a las particularidades de las distintas formas de representación de las acciones con el fin de presentar la evolución del criterio del *situs* de los valores como punto de conexión. La evolución tecnológica ha creado nuevas formas de custodia y de transacción en las que papel principal juegan los intermediarios. Como consecuencia, se ha bifurcado el sistema de tenencia de los instrumentos financieros. La consecuente desmaterialización e inmovilización de los instrumentos financieros cambia la forma de la posesión de los valores, obligando al legislador a modificar la aplicación del criterio de la *lex situs*, tomando en consideración no el lugar en el que se encuentran los títulos sino el lugar en el que se sitúa el intermediario correspondiente. Se concluye que los principales problemas en las transacciones internacionales de participaciones societarias vienen no de la forma de representación o del lugar de negociación y celebración, sino de la forma de posesión. Es decir, los retos jurídicos no los plantea por el hecho de que los valores se

representan por medio de certificados o a través de anotaciones en cuenta, ni tampoco, de la naturaleza del mercado, bursátil o no, en el que se negocian, sino del carácter que ostenta la relación entre el emisor y el inversor, directa o indirecta. Las diferencias en la regulación de estas cuestiones por las normas internas de cada Estado potencian la problemática de las transacciones internacionales.

En este contexto, es imprescindible presentar las características más destacadas del sistema de custodia y de compensación y liquidación de pagos en las operaciones internacionales de compraventa de valores. La globalización de los mercados financieros y la creciente demanda de servicios y productos, nacionales y extranjeros, han llevado a la creación de entidades nacionales e internacionales cuya tarea principal es la custodia de los valores depositados y la ejecución contable de la operación de compraventa o de garantía de los valores. El volumen de transacciones que se realiza cada día en los mercados internacionales requiere la creación de un sistema de custodia y de compensación y liquidación de pagos eficaz, libre de errores técnicos y de obstáculos legales de una normativa nacional inadecuada. La minimización de los errores de ejecución respaldada por unas normas jurídicas que responden a las exigencias y las necesidades del mercado proporciona la confianza necesaria que disminuye los riesgos y garantiza la seguridad jurídica. Estos principios se siguen por los mayores proveedores de servicios de custodia y de compensación y liquidación de pagos como *Euroclear* y *Clearstream* en Europa y en los Estados Unidos- *The Depository Trust and Clearing Corporation*¹⁹. En España el depósito y el ejercicio de compensación y liquidación de los diferentes instrumentos financieros que se negocian en los mercados organizados se realizan por *Iberclear*²⁰. La transacción de valores cotizadas en uno o más mercados regulados se efectúa a través de anotaciones contables en las cuentas del vendedor y del comprador. Desde la perspectiva del DIPr. es importante destacar que a las

¹⁹ Información completa sobre el labor y las funciones de Euroclear se puede encontrar en la página web: www.euroclear.com , sobre Clearstream- en www.clearstream.com

²⁰ Información completa sobre las funciones de Iberclear se puede encontrar en www.iberclear.es .

operaciones que se realizan a través de estas entidades se aplica la ley del Estado de acuerdo con el que están constituidas. Es un principio que está expresamente establecido en la normativa reguladora de dichas entidades. Toda la problemática aquí descrita es objeto de análisis de la Sección III.

SECCIÓN I. EL EMISOR- SOCIEDAD ANÓNIMA

El presente estudio tiene como objetivo analizar la problemática material y conflictual relacionada con la adquisición de participaciones societarias en los mercados internacionales. El empleo del término “participaciones societarias” se utiliza como sinónimo de “acción” y “valor negociable” y se refiere a las acciones de las compañías que en Derecho español se denominan “Sociedades Anónimas” (SA). En el Derecho inglés, canadiense y norteamericano tienen el nombre de “*Joint stock companies*”, en el ordenamiento jurídico alemán se conocen como “*Aktiengesellschaft*”, en el Derecho francés figuran como “*société anonyme*” y en Bélgica y Holanda se denominan “*Naamloze Vennootschap*”²¹.

No entran en el análisis las participaciones de las “Sociedades de responsabilidad limitada” (S.L.), según el ordenamiento español, y sus homólogos en el Derecho alemán, “*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*” (GmbH), en Francia, Bélgica y Luxemburgo, “*Société à Responsabilité Limitée*”, en el ordenamiento belga, “*Besloten Vennootschap met Beperkte Aansprakelijkheid*” (BVBA) y en el inglés “*limited liability companies*”, etc., cuyo régimen se diferencia de la reglamentación de las acciones en las sociedades anónimas²². Tampoco

²¹ En Dinamarca se conocen como “*Aktieselskab*” (A/S), en Noruega, “*Aksjeselskap*” (AS), en Suecia, “*Aktiebolag*” (AB), en Finlandia, “*Osakeyhtiö*” (OY), en Italia, *Società per Azioni*, (S.p.A.), en Polonia *Spółka Akcyjna*, (S.A.), en Slovakia *akciová spoločnosť*, (a.s.), en República Checa *Akciová společnost*, (a.s.), en Bulgaria “*Акционерното дружество*”, en Rusia, “*Акционерное общество*”

²² En Dinamarca se conocen como “*Anpartsselskab*” o ApS, en Italia, “*Società a responsabilità limitata*” o S.r.l., en Polonia “*Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością*” o Sp. z o.o., en Slovakia *akciová spoločnosť*, (a.s.), en República Checa “*Společnost s ručením omezeným*”, en Bulgaria “*Акционерното дружество*”, en Rusia, “*Общество с ограниченной ответственностью*”, ООО

se analizan las relaciones entre la entidad mercantil y los socios en una Sociedad Comanditaria por Acciones y sus equivalentes en los ordenamientos extranjeros²³.

Las acciones de una sociedad anónima se pueden adquirir directamente de la entidad que las emite, de un accionista o de un intermediario que las tiene en su cartera. Si la sociedad cotiza en bolsa, el inversor, persona física o jurídica, las puede adquirir desde el mercado regulado en el que se ofrecen. La adquisición está subordinada a las normas de compraventa vigentes en cada Estado. Las transacciones internacionales de valores negociables se realizan siempre en el espacio geográfico y jurídico de un determinado Estado. Las condiciones de compraventa directa se determinan en el contrato, respetando las disposiciones de la *lex societatis*. La adquisición de participaciones societarias de un mercado regulado, sin embargo, se rige por las normas imperativas de la *lex mercatus*.

Las sociedades que ofrecen sus acciones en un mercado bursátil, sea cual fuera el Estado de origen, han de respetar las normas que regulan el funcionamiento de dicho mercado. El término *sociedad anónima cotizada* se determina por la normativa del Estado en el que la entidad opera. Así que las empresas que quieren ofrecer sus acciones en los mercados secundarios españoles, han de respetar las normas reguladoras aplicables en el Estado español. El presente estudio analiza la problemática material y conflictual de la adquisición transfronteriza de acciones desde la perspectiva de los órganos judiciales españoles. Por esto, antes de entrar en el análisis de la problemática de la adquisición directa, es importante, determinar cuales son las características distintivas de la sociedad anónima cotizada vistas desde la perspectiva del Derecho español.

²³ En Francia, Luxemburgo, “*Société en Commandite par Actions*” (SCA), en Bélgica *Société en Commandite par Actions - Commanditaire Vennootschap Op Aandelen*, (SCA/Comm.VA), en Alemania, *Kommanditgesellschaft auf Aktien*, (KGaA), en Italia “*Società in Accomandita per Azioni*” (SAPA), en Holanda, “*Commanditaire Vennootschap*” (CV), en Bulgaria “*Командитното дружество*” (КД), etc.

1. LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA EN EL DERECHO ESPAÑOL

La sociedad cotizada es una persona jurídica que tiene la forma de una sociedad anónima y que cotiza sus valores en un mercado secundario. Así la define el art. 111 LMV que prevé que el régimen establecido en el Título X se aplica a las sociedades anónimas cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado oficial de valores. Por otro lado, el Real Decreto 377/1991 en su art. 1.3 entiende por *sociedades cotizadas* aquellas entidades “que tiene admitidas a negociación en una Bolsa de Valores española todas o parte de sus acciones”²⁴. Una tercera definición se encuentra en el art. 366.1 de la Propuesta de *Código de Sociedades Mercantiles* que califica dichas entidades como “sociedades anónimas y comanditarias por acciones cuyas acciones estén admitidas a cotización en mercados secundarios oficiales”²⁵. Es decir, podrá operar en los mercados bursátiles toda persona jurídica que ostenta la forma de una sociedad anónima o comanditaria por acciones.

El empeño de encontrar una definición no tiene un fin puramente académico sino que tiene como finalidad determina quienes son las personas jurídicas a quienes se les aplica el régimen previsto en el Título X LMV y se les califica como sociedades cotizadas. Consecuentemente, para que se le aplique el régimen regulador bursátil, la persona jurídica debe haber sido constituida como una sociedad anónima²⁶. Si se adopta la Propuesta de *Código de Sociedades Mercantiles* la sociedad comanditaria por acciones se considerará,

²⁴ Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias. (Modificado por los Reales Decretos 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del Régimen Jurídico de los mercados de valores, y por el Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio, en materia de derechos de opción sobre acciones), *BOE*, de 26 de marzo de 1991

²⁵ Comisión General de Codificación. Real Decreto 160/1997, de 7 de febrero, por el que se aprueban los Estatutos de la Comisión General de Codificación. Propuesta de Código de sociedades mercantiles aprobada por la Sección del Derecho mercantil el 16 de mayo de 2002, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002.

²⁶ Por todos, SÁNCHEZ CALERO, Fernando, *Las sociedades cotizadas en bolsa en la evolución del derecho de sociedades*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Valladolid, 2001. En su estudio “Las sociedades cotizadas o bursátiles en el derecho español”, *RDBB*, N° 44, 1999, pp. 909-938, el autor considera que la sociedad comanditaria por acciones también puede ser sujeto de negociación en los mercados bursátiles, pp. 909, 910 y 915.

también como sociedad bursátil. Hasta la fecha, la LMV en el art. 111 establece que solamente una sociedad anónima puede ofrecer sus valores en bolsa. Por lo tanto, las sociedades comanditarias por acciones que cotizan en bolsa como “*Henkel, KGaA*” cuyas acciones se negocian en la bolsa de Frankfurt y de Luxemburgo, o la empresa “*Compagnie Générale des Etablissements Michelin, SCA*”, y “*Euro Disney, SCA*” que ofrecen sus acciones en Euronext de Bélgica y Francia, no pueden cotizar en los mercados secundarios españoles²⁷.

La segunda característica de la sociedad cotizada que establece el art. 111 LMV es que sus *acciones* se negocian en un mercado regulado. Por lo tanto, no se considera como sociedad cotizada la persona jurídica que ofrece a negociación en dichos mercados valores negociables que no son acciones, como por ejemplo, obligaciones, participaciones preferentes, pagarés, etc. El tercer elemento distintivo que atribuye a una sociedad el carácter de cotizada es que sus acciones se *negocien* en bolsa. Es decir, las participaciones societarias en cuestión deben estar admitidas a negociación en uno de los mercados regulados españoles. Consecuentemente, las personas jurídicas que no cumplen estas cuatro condiciones, es decir, no son sociedades anónimas (1) cuyas acciones (2) estén admitidas a negociación (3) en mercado secundario de valores (4), no se les puede calificar como sociedades cotizadas. Esto sí, es del todo irrelevante si la sociedad cotiza la totalidad o parte de sus acciones.

La delimitación de estas características distintivas permite determinar cuales son los agentes económicos que operan en los mercados de valores pero que no se les puede definir como sociedades cotizadas y, por lo tanto, el Título X LMV no se aplica a sus actividades. Quedan excluidas de la categoría en cuestión las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. Dichas entidades se rigen por la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva que los define en su art. 3 como “patrimonios separados sin personalidad

²⁷ Para más información sobre éstas y otras sociedades comanditarias por acciones, mire www.euronext.com , y www.henkel.com . La compañía Henkel cotiza bonos en los mercados de renta fija españoles. Más información: www.cnmv.es

jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”.

El cuarto requisito antes mencionado es que la negociación de las acciones de una sociedad anónima se realice en un *mercado regulado de valores*. Tal condición necesariamente excluye de la categoría de sociedades cotizadas las compañías que negocian sus valores en los denominados Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN)²⁸. Estos sistemas se regulan en el Título XI LMV y se definen en el art. 119 como espacios en los que se reúnen “dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos”. Actualmente existen cuatro SMN: SENAF, MTS España, LATIBEX y MAB. En los primeros dos mercados se negocian valores de renta fija. En la plataforma electrónica SENAF, o el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros, se negocian letras, bonos y obligaciones de deuda pública española²⁹. MTS España es el mercado secundario electrónico de negociación de Deuda Pública³⁰.

²⁸ Los Sistemas Multilaterales de Negociación son todos los mercados o sistemas organizados de negociación que se crearon de acuerdo con el art. 31.4 LMV y se transformaron por la disposición transitoria segunda de la Ley 47/2007, de 19 por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, denominada “Régimen transitorio de los sistemas o mercados organizados de negociación”. La norma dispone que “los sistemas o mercados organizados de negociación creados al amparo del artículo 31.4 de la Ley del Mercado de Valores en la redacción dada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero y que existan a la entrada en vigor de esta Ley deberán solicitar la autorización prevista en el artículo 119 de esta Ley para transformarse en sistemas multilaterales de negociación en el plazo de seis meses desde su entrada en vigor. Si transcurriera el plazo señalado sin haber presentado la solicitud de autorización quedará automáticamente revocada su autorización, debiendo cesar inmediatamente la actividad del mercado o sistema en cuestión”.

²⁹ Información completa sobre el mercado se puede consultar en www.senaf.net

³⁰ Información completa sobre el mercado se puede consultar en www.mtsspain.com

En los dos últimos mercados, por otra parte, se negocian valores de renta variable. Sin embargo, no se pueden calificar como mercados regulados por las particularidades relacionados con su constitución. MAB, el Mercado Alternativo Bursátil, ofrece un sistema organizado de contratación, liquidación, compensación y registro sobre acciones y otros valores de instituciones de inversión colectiva, especialmente, de sociedades de inversión colectiva de capital variable (SICAV). Este mercado se creó como un Sistema Organizado de Negociación de acuerdo con el art. 31.4 LMV (modificado por la disposición transitoria segunda de la Ley 47/2007) y no por el art. 31.2 LMV que regulaba la constitución de los mercados bursátiles.

LATIBEX es el mercado latinoamericano de valores en euro que se creó en 1999 en el que cotizan actualmente 33 compañías de países de America Latina cuyos valores también están admitidos a negociación en sus mercados nacionales. LATIBEX se creó con el acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de octubre de 1999 como mercado de valores *sin* la condición de un mercado oficial. No tiene la calidad de un mercado secundario oficial puesto que se constituyó sobre la base del art. 31.4 LMV y no por el art. 31.2 LMV³¹. LATIBEX se constituyó con el fin de proporcionar a los inversores europeos un sistema de relativamente fácil acceso a los mercados latinoamericanos. Por esta razón las condiciones de admisión no son tan estrictas como los requisitos de acceso en los mercados regulados españoles. El proceso de admisión se rige por el principio de reconocimiento: las compañías que cotizan en una de las bolsas de su país pueden hacerlo en LATIBEX sin la necesidad de elaborar un folleto conforme la normativa española, ni presentar la información financiera conforme a los principios comunitarios o internacionales. En dicho mercado se negocian acciones, obligaciones y otros valores de renta variable o de renta fija sin la necesidad de elaborar títulos intermediarios, como los *depository*

³¹ CARLOS, Luis de./CALBACHO, Fernando, “El nuevo mercado de valores latinoamericanos” en *Themis*, nº 40, 2000, la versión en inglés se puede consultar en *IFLR* de febrero de 2000; VALLE ZAYAS, Javier, “Los emisores de valores Latinoamericanos ante el mercado europeo”, en *RDM*, nº 141, 2006 y en *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*. Especial homenaje al profesor D. Rodrigo Uría González en el centenario de su nacimiento, 2006, pp. 157- 171

reciepts. El valor que se cotiza es exactamente el valor que ha emitido el emisor. Los valores se negocian en las cuatro bolsas españolas a través del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE). Puesto que los instrumentos cotizados son valores de sociedades extranjeras, éstos deben estar inmovilizados o bien, a través de la cuenta que SIBE tiene abierta en el depositario central- IBERCLEAR, o bien, por la sociedad participante en este sistema que actúa como intermediario entre ambos sistemas.

SECCIÓN II. EL CAMINO DE CONSTRUCCIÓN DEL SISTEMA ACTUAL DE TENENCIA Y TRANSFER DE LAS PARTICIPACIONES SOCIETARIAS

Uno de los cambios más significativos que inciden sobre la forma de representación de las participaciones societarias es la eliminación de los títulos como documentos que incorporan los derechos del accionista. Dichos derechos ya no se evidencian en un documento físico y tampoco se transfieren con la entrega del papel. La representación se hace a través de anotaciones en cuenta y el transfer se realiza con el registro del correspondiente crédito o débito en las cuentas de los contratantes³². El incremento del volumen de negociación en los mercados regulados, los riesgos que acompañan la tenencia y el transfer de los valores, y el desarrollo tecnológico inciden sobre la forma de posesión y transfer de las participaciones societarias- son los llamados procesos de “inmovilización” y “desmaterialización” de los valores negociables³³. El primer término describe el proceso en el que

³² MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, Alfonso, *Valores mobiliarios anotados en cuenta: concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona: Aranzadi, cop. 1997; SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal, "Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta", *RDMV*, 2007 (1), pp. 3-37

³³ *Clearance and settlement systems in the world's securities markets*, Steering & Working Committees of the Securities Clearance and Settlement Study 1988. En 2003 el G30 publicó el Segundo informe titulado *Global Clearing and Settlements: A Plan of Action*, by: Steering & Working Committees of Global Clearing & Settlements Study Group 2003, en el que contiene 20 recomendaciones en relación con la regulación del los mercados de capitales; KHIMJI, Mohamed F., "Intermediary credit risk: a comparative law analysis of property rights in indirectly held securities", *JBL*, N° 3 (May), 2005, pp. 287-325; PAZ ARES, Cándido, "La desincorporación del título valor (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)"- El nuevo mercado de valores: seminario sobre el nuevo Derecho español y europeo del

los valores están depositados en un depositario central que puede actuar como intermediario, si así lo establece la normativa del Estado en el que éste está situado. El depositario central no es propietario de los valores, sino que los custodia para sus miembros, que pueden ser bancos, brokers o instituciones financieras. A pesar de que se emiten certificados que evidencian los valores inmovilizados, estos documentos se quedan en posesión del depositario y normalmente no se entregan a los participantes. El transfer de las participaciones custodiadas se realiza a través de anotaciones contables de crédito y débito entre las cuentas de los participantes de una relación contractual. En el caso de la “desmaterialización” el emisor mismo emite acciones intangibles que no se incorporan en certificados y cuyo transfer es realiza no con la entrega del título, sino a través del mencionado mecanismo contable de anotaciones en cuenta.

Ambos proceso, de inmovilización y de desmaterialización, son resultado de las imperfecciones del sistema anterior y tienen consecuencias transcendentales en toda la estructura de posesión y transfer de valores negociables. A continuación se presenta el desarrollo histórico del sistema de tenencia de las participaciones societarias y los aspectos característicos más conflictivos que motivan la reestructuración de todo el sistema. Como resultado se crean nuevas formas de representación de las acciones que cambian por completo la naturaleza de los valores y originan nuevos problemas jurídicos que inciden en el DIPr.

1. LAS ACCIONES COMO OBJETO DE NEGOCIACIÓN

Los primeros mercados de valores aparecieron en el momento en el que los comerciales en vez de solicitar préstamos y de pagar intereses

Mercado de Valores, 1995, pp. 81-106, Texto de la Conferencia dictada en el Colegio Notarial de Madrid en día 21 de febrero de 1995; RECALDE, “Los valores negociables”, en ALONSO UREBA/MARTÍNEZ-SIMANCAS, *Derecho del mercado financiero*, I-2, pp. 265 y sigs., p. 301; THÉVENOZ, Luc, “Intermediated Securities...”, *cit.*

a los bancos, decidieron pedir dinero directamente a los ciudadanos. Como cada relación contractual, este tipo de financiación se evidenciaba con un recibo que se entregaba al inversor y se anotaba su nombre en los libros contables del comerciante³⁴. La negociación de valores, de bonos de Estado, se realizaba en el siglo XII en varias ciudades italianas³⁵. Sin embargo, los bonos de Estado que se emitían no se evidenciaban con certificados, sino con el registro en los libros contables del estado³⁶.

El inicio de las sociedades por capitales se remota al siglo XVII cuando se crearon varias compañías, ligadas a la expansión colonial de los países europeos³⁷. Las compañías de capital con más poder en la época eran la Compañía de las Indias Orientales británica y la Compañía de las Indias Orientales holandesa (*Verenigde Oostindische Compagnie* o VOC en holandés, literalmente Compañía de las Indias Orientales Unidas). La primera se constituyó en 1600 con la bendición de la Reina Isabela I Tudor y fue una asociación de capitales. Los certificados que emitían a los inversores, las acciones, se negociaban por venta y en Bolsa. Por lo tanto, la compañía no pertenecía a los comerciantes, sino a accionistas anónimos³⁸.

El modelo de transfer de las acciones que se empleaba era muy parecido a la novación³⁹. Dado que la novación era una técnica ampliamente utilizada en Inglaterra para el transfer de obligaciones, el carácter de las acciones como mecanismo de crédito permitió el empleo de dicha técnica a las participaciones societarias. El transfer requería el

³⁴ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, “Indirect holdings of securities and exercise of shareholder rights (a Spanish perspective)”, *CMLJ*, Vol. 3, Nº 1, 2008, pp. 32-57

³⁵ HAENTJENS, Matthias, *Harmonisation of securities law...*, cit., p. 31; PEZZOLO, Luciano, “Fibonacci y deudas gubernamentales en las ciudades-estado italianas 1250-1650”, en GOETZMANN, William N., *Los orígenes de las finanzas: las innovaciones que crearon los modernos mercados de capitales*, Madrid: Empresa Global, cop. 2006, pp. 160-181, ROGERS, James Stevens “Negotiability, Property and Identity”, *CarLR*, Vol. 12, pp. 471-508, 1990, Boston College Law School, Legal Studies Research Paper Series, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=917144>

³⁶ *Idem*.

³⁷ Casos aislados de este tipo de financiación aparecen mucho antes. En 1250 la sociedad francesa *Société des Molins du Bazacle* de la ciudad de Toulouse emite 96 acciones. En www.eurolex.com ; HAENTJENS, Matthias, *Harmonisation of securities law...* cit., p. 30- 31

³⁸ ROGERS, James Stevens “Negotiability, Property and Identity”, cit., p. 472

³⁹ MICHELER , Eva, “Doctrinal Path Dependence and Functional Convergence: The Case of Investment Securities”, (31/01/2006), pp. 25-28, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=880110>

consentimiento del emisor. Originariamente la sociedad estaba involucrada en la administración de los valores, lo que requería que el registro se llevara por el emisor o en nombre de éste. Con el tiempo el consentimiento de la sociedad emisora deja de ser un requisito de validez, pero el de transferir sigue el mismo procedimiento. El inversor en el momento del pago recibe el certificado que evidencia la posesión de los valores. Si el adquiriente decide vender las participaciones debe cumplir determinados requisitos de forma y entregar los certificados al comprador. A continuación, el comprador deposita los documentos en el registro del emisor que inscribe su nombre en el registro. La implicación de las tres partes en la transferencia de los derechos incorporados en las acciones, suponía una carga administrativa adicional tanto para el emisor, como para el inversor. Sin embargo, a pesar de las inconvenientes que presentaba este sistema de cesión, los valores al portador no llegaron a utilizarse en Inglaterra.

La *Verenigde Oostindische Compagnie* (VOC) fue creada en 1602 con la fusión de ocho compañías menores⁴⁰. Las acciones que emitían representaban derechos intangibles de propiedad en la VOC, derechos que no se evidenciaban en forma física alguna. El único lugar en el que constaba el nombre de inversor era el libro contable de la compañía. En dicho registro se anotaban tanto las aportaciones iniciales, como todas las operaciones que llevaban a cambios en la propiedad de las acciones⁴¹. Esta práctica registral con el paso del tiempo dio lugar a numerosos casos de fraude. Los especuladores vendían algo que no poseían, y compraban algo que nunca iban a tener. Estas operaciones se conocían como compraventa *blank* y se practicaron hasta mediados del siglo XVII. A principios del XVIII se sustituyeron por los títulos al portador. Al principio dichos documentos eran meros certificados que

⁴⁰ NEAL, Larry, “Las acciones de la Compañía holandesa de las Indias Orientales” en GOETZMANN, William N., *Los orígenes de las finanzas: las innovaciones que crearon los modernos mercados de capitales*, Madrid: Empresa Global, cop. 2006, pp. 182-193; ROGERS, James Stevens, “Negotiability, Property and Identity”, *cit.*, p. 471

⁴¹ BRAUDEL, Fernand, *Civilización material, economía y capitalismo, siglos XV-XVIII*, Madrid: Alianza Ed., cop. 1984, pp. 101-102

evidenciaban el registro en los libros del emisor⁴². La entrega del certificado no era un aspecto esencial de la compraventa de los valores, puesto que el certificado servía tan sólo como instrucciones para los participantes en la relación contractual. La compraventa de acciones de la VOC cumplía el siguiente procedimiento: cuando las partes, por sí solas o con la intermediación de un broker, llegaban a un acuerdo sobre el precio de una o varias acciones, cuya propiedad se tenía que traspasar, el vendedor acudía al establecimiento de la VOC para hacer su declaración de venta ante el responsable del registro que éste último anotaba en los libros correspondiente. Después de que el vendedor firmara, la declaración registrada debía reconocerse por uno de los directivos de la compañía ante el que el vendedor daba fe de su deseo de vender las acciones. Una vez registrado el transfer e informado el comprador del registro de la compraventa, el adquirente podía ir y comprobar en la sede la VOC la veracidad de las palabras de su contraparte. Después de esto tenía la obligación de pagar el precio acordado en el banco del vendedor. Una vez realizado el pago, el vendedor volvía a la sede de la compañía y firmaba los documentos que certificaban que el contrato de compraventa se había celebrado. Sin este recibo firmado el comprador no podía disponer de las acciones adquiridas a pesar de que había pagado el precio. En el caso de que el vendedor no firmara los documentos después de haber pagado el precio completo de los valores, el comprador podía obligar al vendedor a cumplir su parte del trato, presentando una queja ante el alderman⁴³.

Esta forma de transfer de las participaciones permitía especulaciones y creaba inseguridad jurídica, lo que obliga a los participantes emplear un nuevo mecanismo que proporcionaba más garantías a los inversores. Es entonces, cuando se empieza utilizar el certificado que en su versión inicial era un documento en el que se evidenciaba un derecho intangible y no podía ser objeto de negociación. A pesar de que su función era facilitar la transacción de los valores, no

⁴² ROGERS, "Negotiability, Property and Identity", *cit.*, p. 471, 474; HAENTJENS, Matthias, *Harmonisation of securities law... cit.*, p. 30-31

⁴³ ROGERS, "Negotiability, Property and Identity", *cit.*, p. 475

proporcionaba al adquirente un derecho indiscutible de propiedad que éste podía oponer a terceros antes de que el emisor reconociera la validez de la transacción. Esta situación creaba inseguridad jurídica que perjudicaba significativamente a las partes implicadas en la negociación de participaciones de sociedades de capital. El comprador adquiría las acciones a pesar de que no disponía de protección legal contra terceros⁴⁴.

La solución la ofrece el jurista alemán Von Savigny que desarrolla la idea que los derechos intangibles evidenciados en el certificado están en realidad incorporados en dicho documento⁴⁵. Consecuentemente, los criterios para determinar la ley aplicable a los objetos se pueden aplicar a los valores negociables, lo que significa que los derechos intangibles como acciones y bonos podrían ser objeto de negociación y transfer con el simple acuerdo entre las partes o con el acuerdo y la entrega del certificado⁴⁶. De esta manera el adquirente puede defender sus derechos ante el emisor o terceros, presentando el certificado que tiene en su posesión. La protección especial que se da al poseedor del certificado que evidencia los derechos del inversor sobre las acciones adquiridas es la misma que se otorga al poseedor de cualquier “documento mercantil” que se transmite con endoso del certificado, objeto de la operación. Así que el transfer de los valores negociables se realizaba, de acuerdo con el ordenamiento jurídico aplicable, o bien, incluyendo el nombre del inversor en el registro del emisor, o bien, con la entrega del certificado que incorpora los derechos intangibles provenientes de la adquisición de las participaciones⁴⁷.

⁴⁴ *Idem.*, p. 481

⁴⁵ ROGERS, “Negotiability, Property and Identity”, *cit.*, p. 478, GUTTMAN, Egon, “Transfer of securities: state and federal interaction”, *CarLR* 12, 1990, pp. 437-464, p. 440

⁴⁶ HAENTJENS, Matthias, *Harmonisation of securities law... cit.*, p. 30-31;

⁴⁷ GUTTMAN, Egon, “Transfer of securities...”, *cit.* pp. 443-446, SCHROEDER, Jeanne L. “Is article 8 finally ready this time? The radical reform of secured lending on Wall Street”, *CBLR*, 1994, pp. 291-454; THÉVENOZ, Luc, “Intermediated Securities...”, *cit.*, p. 2

2. LA CRISIS DE PAPEL DE LOS AÑOS 60

Con el transcurso del tiempo y la evolución de los mercados financieros, las participaciones societarias desarrollan una doble naturaleza. Por un lado, la incorporación de los derechos de accionista en un certificado, en un objeto tangible, permite que se les apliquen las normas de transmisión de los objetos. Por otro lado, por su carácter especial- cosas intangibles cuya adquisición otorga derechos en una sociedad, incorporados en un objeto tangible (el certificado)- facilita su consideración como valores negociables. Este último aspecto permite que la evolución en la estructura de posesión y transfer de los valores siga en gran medida el proceso de modernización que acompaña la tenencia y la transacción del dinero⁴⁸. El incremento del volumen de operaciones que tenían como objeto valores negociables y la necesidad de reducir sustancialmente la pérdida, el robo y los riesgos relacionados con la tenencia, el transfer y la prenda de los acciones, impulsa los inversores a depositar sus acciones en intermediarios que, asimismo, asumían las tareas de la transacción. La inmovilización del oro y de otro tipo de dinero material se realizaba con el depósito de estos en un banco central. Siguiendo el mismo mecanismo, los valores representados por medio de títulos se inmovilizan y se transfieren a través de intermediarios. El empleo de la figura del intermediario, banco o broker, se establece como práctica habitual tanto en la negociación entre particulares, como en los mercados regulados.

La práctica mercantil establece dos principales formas de las acciones representados por títulos: acciones nominativas y acciones al porteador. Las primeras se transfieren con la anotación de la transacción en el libro-registro de la sociedad⁴⁹. Mientras que los

⁴⁸ GUYNN, Randall D., "Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws", A discussion paper on the need for international harmonization. Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association, 1996, pp. 16-21

⁴⁹ Art. 56 LSA

segundos, con la entrega del certificado⁵⁰. Algunos ordenamientos, como el español, permiten la emisión de certificados para las acciones nominativas. Su transmisión se realiza mediante endoso, en cuyo caso la operación debe acreditarse frente a la sociedad mediante la presentación del título y posteriormente, inscribirla en el libro-registro de acciones nominativas⁵¹. La entrega del título como condición indispensable para la celebración de la compraventa presenta varios inconvenientes en las transacciones internacionales. Es una labor que requiere tiempo y recursos humanos, técnicos y financieros. Por otro lado, en este tipo de transfers las partes corren el riesgo de una posible pérdida, extravío o robo del documento. Los costes para proteger los títulos contra estos riesgos y su envío a largas distancias convirtió la transacción en un proceso demasiado caro. Además, en el periodo entre el envío y la entrega el adquiriente no podía ni beneficiarse de los valores, ni venderlos, lo que originó otro tipo de riesgo- el riesgo de liquidez⁵².

Este sistema de transmisión de las acciones de sociedades anónimas con todos los riesgos correspondientes se empleaba tanto en la negociación bursátil, como en la extrabursátil. Si en las relaciones entre particulares el transfer del título crea riesgos adicionales para ambas partes, en la negociación bursátil tiene consecuencias aún más graves. A todo esto se añade el espectacular incremento de operaciones en los mercados regulados en los años 60 lo que resulta ser la última gota que hace rebosar el vaso. La denominada crisis de papel obliga

⁵⁰ Art. 56.2.1. LSA, “Una vez impresos y entregados los títulos, la transmisión de las acciones al portador se sujetará a lo dispuesto por el artículo 545 del Código de Comercio” que establece que “Los títulos al portador serán transmisibles por la tradición del documento. No estará sujeto a reivindicación el título cuya posesión se adquiera por tercero de buena fe y sin culpa grave. Quedarán a salvo los derechos y acciones del legítimo propietario contra los responsables de los actos que le hayan privado del dominio”.

⁵¹ Art. 56 LSA.2.2. LSA, Las acciones nominativas también podrán transmitirse mediante endoso, en cuyo caso serán de aplicación, en la medida en que sean compatibles con la naturaleza del título, los artículos 15, 16, 19 y 20 de la Ley 19/1985 Cambiaria y del Cheque. La transmisión habrá de acreditarse frente a la sociedad mediante la exhibición del título. Los administradores, una vez comprobada la regularidad de la cadena de endosos, inscribirán la transmisión en el libro-registro de acciones nominativas.

⁵² BERNASCONI, Christophe “Indirectly Held Securities: a New Venture for the Hague Conference on Private International Law”, *YPIL*, Vol. III, 2001, pp 63-100, p. 66; GOODE, Roy, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, *The future for the global securities market*, Clarendon Press, Oxford, 1996, pp. 108-109; GUYNN, Randall D., “Modernizing Securities Ownership...”, *cit.*, p. 16

tanto al legislador nacional, como a las organizaciones e instituciones internacionales a buscar nuevas formas de organización del comercio bursátil⁵³. El incremento del número de operaciones diarias supone aumento del trabajo administrativo que, literalmente, colapsa el funcionamiento de los mercados regulados. Mientras que en 1960 en la Bolsa de Nueva York se negocian unos 3 millones de valores en un día, en 1968 el número de operaciones ya supera los 14 millones de dólares⁵⁴. El transfer de las acciones con la entrega de los títulos altera el funcionamiento de la Bolsa de Nueva York de tal manera que la Bolsa se ve obligada a cerrar un día en la semana para poder realizar las tareas de organización y envío de los documentos⁵⁵. Las consecuencias que el modelo de transmisión del título tiene sobre la estructura y el funcionamiento del sistema imponen cambios significativos en del sistema de pagos y liquidación de las operaciones en los mercados financieros⁵⁶.

⁵³ BERNASCONI, Christophe “Indirectly Held Securities...”, *cit.*, p.66; DON, Michael E., WANG, Josephine, “Stockbroker liquidations under the securities investor protection act and their impact on securities transfers”, *CarLR*, 1990, pp. 509-560, pp. 510-512; HAKES Russell A. “UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day?”, 2002, vol. 35 *LLR*, pp. 661- 732, p. 667; ROGERS, James S., "An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments- Some Lessons from the Article 8 Revision", *ILR*, 1995 vol. 31, pp. 689-698, p. 690-691; SCHROEDER, Jeanne L. “Is article 8 finally ready this time?...”, *cit.*, pp. 310-313; THE DEPOSITORY TRUST & CLEARING CORPORATION, “The US model for clearing and settlement. An overview of DTCC”, p.1 <http://www.dtcc.com/downloads/about/US%20Model%20for%20Clearing%20and%20Settlement.pdf> ; THÉVENOZ, Luc, “Intermediated Securities,...”, *cit.*, p. 3; WOLFSON, Nicholas/ GUTTMAN, Egon, “The net capital rules for brokers and dealers” *SLR*, 1972, vol. 24, pp. 603-648, p. 603

⁵⁴ *Securities and Exchange Commission, Study of Unsafe and Unsound Practices of Brokers and Dealers*, H.R. Doc. No. 231, 92nd Cong., 1st Sess.; *Securities and Exchange Commission, Securities Transactions Settlement*, 17 CFR Part 240, Release No. 33-8398; 34-49405; IC-26384, File No. S7-13-04, Federal Register /Vol. 69, No. 53 /Thursday, March 18, 2004 / Proposed Rules, p. 12931, 24 STNLR 603; WOLFSON, Nicholas, GUTTMAN, Egon, “The net capital rules...”, *cit.*; LOSS, Louise, SELIGMAN, Joel, *Fundamentals of securities regulation*, 3 ed., Lettle, Brown and Company, Canada, p. 594

⁵⁵ BERNASCONI, Christophe “Indirectly Held Securities...”, *cit.*, p. 66

⁵⁶ *Securities and Exchange Commission, Securities Transactions Settlement*, p. 12931. La SEC estima que la denominada “*paper crunch*” tiene consecuencias especialmente negativas para los mercados financieros norteamericanos. El Congreso de los Estados Unidos reconoce el peligro que supone el transfer de títulos para la estabilidad y la eficacia del sistema y otorga a la SEC el análisis de la problemática y la propuesta para la mejora del sistema. Se afirma que la ineficiencia y la ineficacia del sistema de liquidación y pago de las operaciones ha provocado costes innecesarios tanto para los inversores, como para los que efectúan las operaciones. Las carencias del modelo obliga al Congreso a modificar la normativa reguladora, el *Exchange Act*, y otorga a la SEC con la tarea de proponer los cambios oportunos. Al identificar la fuente del problema, el Congreso ordena a la SEC a eliminar la entrega de los certificados como forma del transfer de la titularidad sobre los valores negociables.

3. INICIATIVAS DE MODERNIZACIÓN

La ineficacia del sistema de transmisión de los valores y la importancia que tienen las operaciones financieras en las economías contemporáneas, requería la intervención del legislador nacional y de las instituciones y organizaciones internacionales interesadas en los temas que afectan al sector financiero. El correcto funcionamiento de los mercados de capitales internacionales precisa la eliminación de las barreras que obstaculizan la libre circulación de capitales, de procedimientos apropiados de transfer que proporcionan un nivel adecuado de seguridad jurídica y minimizan los riesgos que los participantes deben asumir.

Con la finalidad de construir un sistema eficiente y eficaz, en diferentes momentos del desarrollo del sistema se elaboran varias propuestas de modernización, entre las cuales destacan las recomendaciones del Grupo del 30, de los trabajos de IOSCO/CPSS, de la Federación Internacional de Bolsas de Valores y los diferentes grupos de trabajo de la Comisión Europea, que son objeto de presentación de los párrafos a continuación. A nivel comunitario para la integración del mercado común son de gran importancia los trabajos del Grupo de Investigación dirigido por Alberto Giovannini que elabora varios informes en los que se analiza el estado actual y el funcionamiento de los mercados financieros en la UE. Debido al papel tan importante que desempeñan los mercados financieros norteamericanos y, en especial, la Bolsa de Nueva York, para la estabilidad del modelo financiero, alcance especial tiene la modernización de la normativa reguladora estadounidense. En los siguiente párrafos de hará una breve presentación de la labor de estas instituciones. La conclusión de todos los trabajos realizados en este campo es que el correcto funcionamiento de los mercados de capitales requiere la adopción de estándares comunes que regulen la ejecución de las operaciones. Tales estándares, sin embargo, no provienen del legislador nacional, sino de iniciativas del sector privado. La reducción de los riesgos y la eficacia del sistema

de compensación y liquidación ha sido el tema de varias iniciativas internacionales promovidas por organizaciones no gubernamentales.

3.1. LA LABOR DE LAS ORGANIZACIONES INTERNACIONALES

Algunas de estas iniciativas más importantes se llevan a cabo por el Comité de sistemas de pago y liquidación (CPSS- *Committee on payment and settlement system* en su acrónimo inglés) del Grupo de 10 bancos centrales y por el Comité técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO- en su acrónimo inglés)⁵⁷. La cooperación entre estas dos asociaciones tiene como finalidad promover la implementación de medidas que puedan reducir los riesgos, incrementar la eficiencia y proporcionar seguridad a los inversores⁵⁸. En Noviembre de 2001 CPSS e IOSCO publican en formato de informe “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores”⁵⁹. En el informe se ofrecen 19 recomendaciones con los que se establecen unos estándares mínimos para las operaciones de los sistemas de liquidación⁶⁰. En Noviembre de 2002 la *Task Force* publica un estudio en el que evalúa la aplicación de las recomendaciones, denominado “Metodología para la evolución de las Recomendaciones

⁵⁷ El Comité de sistemas de pago y liquidación es un foro en el que participan 10 bancos centrales que tiene como objetivo observar y analizar el funcionamiento del sistema de pago y liquidación de las operaciones realizadas en los mercados financieros. El Comité es fundado en 1980 cuando los Gobernadores de los bancos centrales de los países pertenecientes a G-10 crean un Grupo de expertos en sistemas de pago. El Grupo elabora varios trabajos en los que estudia el funcionamiento de los sistemas de liquidación y pago y ofrece recomendaciones para la modernización del modelo aplicado y la eliminación o la minimización de los riesgos. El Comité trabaja en colaboración con otras instituciones del sector privado como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) y el Foro sobre la Estabilidad Financiera (FSF).

IOSCO (*The international organization of securities commissions*) o la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), reúne 164 reguladores nacionales de mercado que han acordado a cooperar con el fin de establecer unos estándares de regulación que mantengan un mercado de capitales eficiente y eficaz. Más información sobre la actividad de IOSCO en: www.iosco.org

⁵⁸ MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicita, “Los objetivos y principios de IOSCO y los modelos de supervisión del sistema financiero”, *RDMV*, N° 4, Sección Crónica del Mercado de Valores, Enero-Junio 2009, pp. 567-609

⁵⁹ Informe de CPSS e IOSCO, “Recomendaciones para los sistemas de valores”, Noviembre 2001, en: <http://www.bis.org/>

⁶⁰ Las 19 recomendaciones se contienen en el Anexo I.

para los sistemas de liquidación de los valores”⁶¹. Este documento está principalmente destinado para uso interno de los órganos reguladores. Con su ayuda los reguladores nacionales podrían comprobar si los mercados que pertenecen a su jurisdicción aplican correctamente las recomendaciones y si no, emprender las medidas que están en su poder para adecuar la realidad al marco del informe de CPSS/IOSCO.

Ambos trabajos reconocen deficiencias graves en la organización y la ejecución de las operaciones transfronterizas provocados por los obstáculos legales, los riesgos de custodia en los sistemas intermediados de tenencia de valores (*tiered securities holding systems*) y las dificultades en el momento en que se realiza la firmeza en la liquidación entre sistemas. Los mecanismos que se aplican en la liquidación de operaciones transfronterizas también representan desafíos especiales para la regulación y la vigilancia⁶². Las recomendaciones están dirigidas a todo el sector financiero y a las personas e instituciones que realizan las tareas o están de alguna manera implicadas en la ejecución de las operaciones de liquidación de los valores. El Informe recoge los problemas más agudos y presenta los consejos para la organización y regulación de los mercados de valores.

3.2. *EL INFORME DE G-30*

Otro partícipe en el proceso de modernización del modelo de liquidación de valores y en la integración del mercado financiero internacional es el Grupo de 30⁶³. En 1989 el Grupo elabora una lista con nueve recomendaciones en su Informe “*Clearance and Settlement Systems in the World’s Securities Markets*”. En enero de 2003 el Grupo de 30 (G30) publica un informe denominado “*Global Clearing and*

⁶¹ CPSS/IOSCO, “Metodología para la evolución de las Recomendaciones para los sistemas de liquidación de los valores”, Noviembre 2002, <http://www.bis.org/>

⁶² Anexo 4 de “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de los valores”

⁶³ G30, fundado en 1978, es una organización internacional sin ánimo de lucro compuesta por representantes del sector público y privado y de académicos, que trabajan en el ámbito financiero. Para información más detallada del trabajo de G30, www.group30.org

Settlement. A Plan of Action". Este Informe describe las mejores prácticas para las entidades que realizan las tareas de compensación y liquidación. El objetivo del trabajo es promover, en forma de recomendaciones, los estándares mínimos para el correcto funcionamiento del mercado internacional de capitales. La lista de recomendaciones establece los factores esenciales de un sistema eficiente – la eliminación del papel como modo de transmisión de los valores, centralización, automatización, representación y transfer de los valores a través de anotaciones en cuenta, amplia participación de los inversores institucionales y estándares mínimos de sistematización, el uso del método "entrega contra pago" para la liquidación de la transacción y, sobre todo, la liquidación de la operación el mismo día del pago⁶⁴. El informe del G30 establece un modelo de organización del mercado internacional de capitales en el que existe libre competencia entre los mercados y en el que se garantizan los derechos de los inversores.

3.3. *EL INFORME LAMFALUSSY*

La creación de un Mercado Interior eficiente requiere medidas concretas de armonización que en el marco de las actividades financieras se transcriben en una serie de normas que tienen como objetivo la construcción de un Mercado financiero común. Sin embargo, las medidas adoptadas hasta el momento no logran construir un espacio financiero común. Los problemas que se observan en la celebración y ejecución de las operaciones transfronterizas de valores llevan a la Comisión a presentar en mayo de 1999 una Comunicación al Parlamento y al Consejo en la que propone un *Plan de Acción sobre*

⁶⁴ Banco de Pagos Internacionales, "Delivery versus payment in securities settlement Systems", Informe preparado por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación de los Bancos centrales del G10, Basel, Septiembre, 1992

*Servicios Financieros*⁶⁵. El plan de trabajo fija los objetivos para la eliminación de los obstáculos existentes, las prioridades de actuación y un calendario indicativo de trabajo. El Parlamento Europeo confirma la necesidad de modernizar el marco legislativo de los mercados financieros con el fin de establecer una regulación común de las operaciones transfronterizas aplicable en todos los Estados Miembros.

Con este objetivo se constituye un grupo de trabajo denominado “Comité de Sabios” formado por 6 expertos en los temas financieros dirigido por Alexander Lamfalussy⁶⁶. El 15 de febrero de 2001 el Grupo presenta el Informe Final del "Comité sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios"⁶⁷. Dicho informe consta de dos capítulos, en los cuales se ponen de manifiesto las disfunciones y las lagunas de la normativa del mercado europeo de los valores mobiliarios. El Grupo insiste en la necesidad de una reforma urgente de la normativa comunitaria que regula los mercados financieros. El Informe define el mercado financiero de la UE como un mercado fragmentado, demasiado lento y rígido, mal adaptado a las necesidades de los operadores.

En el Informe Lamfalussy se establece un calendario cerrado de actividades cuyo objetivo es la creación de un Mercado Único de Capitales en 2004. El Grupo de expertos reconoce que la construcción de un mercado europeo común requiere la eliminación de los obstáculos creados por las diferencias sustanciales entre las normas jurídicas nacionales. La integración de los mercados financieros, no obstante, obliga a derribar todas las barreras que dificultan la aplicación de las

⁶⁵ ALCARAZ SANCHEZ VIZCAINO, María/ GARCÍA POL, Gerardo/ FORMOSO QUINTÁS, José Manuel, “La integración europea desde el Informe Lamfalussy”, en ESCUDERO PRADO, María Eugenia, *Mercado de capitales europeo. El camino de la integración*, A Coruña: Netbiblo, 2004, p. 135, GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro, compensación y liquidación de valores", *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros Europeos 2006*, pp. 150-151

⁶⁶ El Comité de Sabios está constituido por Alexander Lamfalussy, Cornelius Herkströter, Luis Angel Rojo, Bengt Ryden, Luigi Spaventa, Norbert Walter, Nigel Wicks, Ponente: David Wright, Secretario: Pierre Delsaux.

⁶⁷ Informe Final del "Comité sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios" (“Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European Securities Markets”), Bruselas, 15 de febrero 2001, El texto completo del documento se puede consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf

nuevas medidas. Se identifican tres principales obstáculos: barreras legales, falta de cooperación entre el sector privado y las particularidades de cada sistema nacional. Las barreras legales se forman por las diferencias entre las normas reguladoras en los distintos Estados Miembros. En el Informe Lamfalussy se insiste en que la integración del mercado financiero se puede conseguir sólo con la eliminación de tales diferencias. La adopción de un régimen fiscal consolidado permitirá a los operadores acceder a los productos y servicios de otros Estados Miembros. Los procesos de armonización deben alcanzar todos los campos del mercado de capitales, incluidos los sistemas de liquidación y compensación. El objetivo es crear un mercado competitivo que ofrezca las mismas oportunidades a todos los operadores. El Informe Lamfalussy plantea como medida la constitución de una serie de comisiones e instituciones que han de velar por la aplicación de la normativa comunitaria adoptada. Se insiste en la creación de un sistema de supervisión supranacional que coordine y controle las transacciones internacionales de capitales. La construcción de un mercado financiero común requiere reforzar la cooperación entre los supervisores nacionales, los reguladores y las instituciones comunitarias. En el Informe se propone un nuevo mecanismo que prevé la delegación por el Consejo a la Comisión de las tareas de control sobre la aplicación de la normativa adoptada en el marco de los mercados financieros. El análisis de la situación actual de los mercados financieros que se presenta en el Informe Lamfalussy tiene un gran impacto sobre el desarrollo del sistema de liquidación y compensación en la UE. Las conclusiones del estudio y las propuestas de armonización del Grupo de expertos inciden de manera determinante en el trabajo de las Comisiones y los Comités constituidos posteriormente.

3.4. LOS TRABAJOS DEL GRUPO GIOVANNINI Y LA MODERNIZACIÓN DEL MARCO LEGAL COMUNITARIO

En la misma línea de desarrollo, la Comisión Europea impulsa un proyecto cuya finalidad es analizar la estructura de los mercados financieros en la Comunidad e identificar las barreras que obstaculizan la integración y la creación del espacio financiero común. En 1996 se crea un grupo de investigación formado por expertos en los temas financieros dirigido por el Dr. Alberto Giovannini, por lo que el equipo se denomina el “Grupo Giovannini” (*Giovannini Group*)⁶⁸. El primer informe que elaboran los expertos financieros se emite en 1997 y analiza el impacto del euro sobre los mercados de capitales⁶⁹. El segundo informe se centra en los mercados de repos, subrayando las diferencias en la estructura de los mercados nacionales, de su funcionamiento y el marco legal y fiscal⁷⁰. El tercer informe se publica en el año 2000 en el que se estudia el alcance de las iniciativas de modernización y eficacia de los denominados mercados de bonos estatales⁷¹.

En relación con los mercados financieros, la tarea del grupo es establecer los requisitos para la creación de un modelo de compensación y liquidación eficiente en la Unión Europea. En el proceso de elaboración del informe el Grupo toma en consideración los trabajos realizados en este campo por G30, CPSS/IOSCO y ESCB/CESR y las correspondientes contribuciones al debate sobre el sistema de compensación y liquidación tanto a nivel comunitario, como global. En su labor el Grupo Giovannini intenta no duplicar los

⁶⁸ El Grupo Giovannini está compuesto por 72 personas elegidas de los sectores público y privado de la industria de valores de la UE. Incluye a representantes de la Comisión Europea (DG, etc.), bancos, gestores de fondos, corredores, plataformas bursátiles, contrapartes centrales (CCP), depositarios de valores centrales internacionales y domésticos (CSD), bancos centrales, consultores y otros organismos de la industria tales como el Foro Europeo de Valores.

⁶⁹ Comunicación de la Comisión, de 2 de julio de 1997, relativa al impacto de la introducción del euro sobre los mercados de capitales (COM (97) 337 final)

⁷⁰ Grupo Giovannini, “EU repo markets: opportunities for change”, Octubre, 1999.

⁷¹ Grupo Giovannini, “Co-ordinated public debt issuance in the euro area”, Noviembre 2000.

informes de dichas organizaciones, tomando en consideración, sin embargo, la relevancia de las recomendaciones.

En noviembre de 2001 el Grupo adopta el primer Informe relativo a los acuerdos transfronterizos de liquidación y pagos⁷². El Informe tiene un carácter predominantemente descriptivo y presenta los procesos de compensación y liquidación, los indicadores de los riesgos adicionales, asociados con la ejecución de dichas operaciones, así como, los acuerdos institucionales que los miembros de la UE han realizado. El trabajo analiza las diferencias en los costes entre la ejecución de transacciones puramente domésticas y las internacionales e identifica un total de 15 barreras que los participantes en los mercados declaran obstáculos para la construcción de un sistema comunitario eficaz de liquidación y pago. El Grupo concluye que la existente fragmentación en la UE complica sustancialmente el procesamiento de las transacciones internacionales de valores y crea barreras para la compensación y liquidación. El informe no ofrece el mejor modelo, sino la estructura que considera más eficiente para el sistema comunitario. La solución de los problemas requiere la participación activa no solamente de expertos, sino también de los mismos participantes en el mercado y del legislador. En este aspecto, el Informe intenta interconectar el carácter técnico del sistema de compensación y liquidación con las decisiones legislativas destinadas a resolver estos problemas.

Los 15 obstáculos que el Informe enumera se pueden agrupar en tres categorías⁷³. El primer grupo hace referencia a las diferencias

⁷² Grupo Giovannini, “La compensación y la liquidación transfronteriza en la Unión Europea” “*Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*” Bruselas, Noviembre 2001, First Giovannini Report

http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf;

LÖBER, Klaus M., “The Developing EU Legal Framework for Clearing and Settlement of Financial Instruments”, Banco Central Europeo, 2006, http://ssrn.com/abstract_id=886047, p. 34

⁷³ Los obstáculos identificados en el informe son: 1. Diversidad de las plataformas e interfaces informáticas. 2. Restricciones sobre la localización de la compensación o la liquidación. 3. Diferencias nacionales en las normas que regulan las operaciones de sociedades. 4. Divergencias en la disponibilidad u horarios de la liquidación intradía. 5. Obstáculos al acceso a distancia. 6. Diferencias nacionales en los periodos de liquidación. 7. Diferencias nacionales en las horas de funcionamiento o plazos de liquidación. 8. Diferencias nacionales en las prácticas de emisión de valores. 9. Restricciones sobre la localización de los valores. 10. Restricciones sobre la actividad de los intermediarios primarios y los creadores de mercado. 11. Procedimientos de retención fiscal que perjudican a los intermediarios extranjeros. 12. Recaudación fiscal integrada como función en el sistema de liquidación. 13. Diferencias nacionales en el

nacionales en tecnología de la información e interfaces utilizadas por los proveedores de procesos de compensación y liquidación⁷⁴. El segundo reúne los obstáculos vinculados a los procedimientos fiscales⁷⁵. El tercer grupo recoge las barreras jurídicas como la falta de un marco comunitario sobre los derechos derivados de la adquisición de valores (obstáculo 13); las diferencias significativas en los conceptos de propiedad (*property*) y titularidad (*ownership*) en los Estados Miembros de la UE y la necesidad de una reglamentación del transfer de los valores negociables; las diferencias entre los ordenamientos nacionales en materia del *netting* bilateral de las transacciones financieras (obstáculo 14), remarcando la necesidad de establecer un marco multilateral para el sistema de liquidación; y en último lugar, la falta de uniformidad en la aplicación de las normas nacionales de DIPr. (obstáculo 15).

Tomando como referencia el análisis presentado el año 2001 el Grupo Giovannini presenta el año 2003 un segundo trabajo que ofrece soluciones más concretas a los problemas identificados en el primer informe⁷⁶. Se reafirma que la integración del mercado financiero y la construcción de un sistema eficaz de compensación y liquidación en la UE se conseguirán con la eliminaciones de las 15 barreras. Con este objetivo el Grupo de expertos insiste que para su eliminación se debe tomar en consideración el conjunto de obstáculos y la interrelación entre ellos. Por otro lado, es imprescindible adoptar las medidas adecuadas, repartir las responsabilidades entre el sector público y el privado y establecer un plazo concreto de implementación de las

tratamiento legal de los valores mobiliarios.14. Diferencias nacionales en el tratamiento legal de la compensación bilateral. 15. Aplicación desigual de las normas relativas a los conflictos entre legislaciones

⁷⁴ Las diferencias nacionales en tecnología de la información e interfaces que se identifican en el Informe engloban las siguientes prácticas: el horario de trabajo y de ejecución de las operaciones; IT plataformas; los periodos de liquidación; las normas que regulan las acciones corporativas; los procedimientos de emisión de valores; el acceso remoto; restricciones a las actividades de los intermediarios.

⁷⁵ En cuanto a los obstáculos vinculados a los procedimientos fiscales, el Informe enumera los procedimientos que se consideran perjudiciales para los intermediarios extranjeros.

⁷⁶ Grupo Giovannini, Segundo Informe sobre el sistema comunitario de compensación y liquidación, Bruselas, abril 2003

medidas (entre dos y tres años). Se reconoce que algunas de las barreras son más importantes que otras, lo que determina el orden que se ha de seguir para su supresión. En el Informe se determina cada acción que se debe emplear y el sujeto responsable para realizarla. En función de la naturaleza de cada obstáculo dicho sujeto puede ser o bien, la administración pública, o bien, la institución que ejerce la supervisión de los mercados, el banco central, el legislador. Algunas de las barreras están estrechamente relacionadas con el sector privado, por lo que su eliminación puede requerir la implicación parcial o total de representantes de instituciones privadas como la Asociación Europea de Depositario Centrales de Valores (*European Central Securities Depositories Association* (ECSDA)), la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (International Capital Market Association – ICMA), la Sociedad de Telecomunicaciones Financieras Interbancarias Mundiales (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* (S.W.I.F.T.)) etc⁷⁷.

El Informe, sin embargo, se limita tan sólo a enumerar las mejoras necesarias y no determina cual debe ser el alcance y la naturaleza de los derechos de propiedad de los inversores o las consecuencias legales de la anotación de estos derechos en la cuenta. En vez de determinar los detalles jurídicos, el Informe propone la creación de un proyecto comunitario especial que trate en profundidad estos temas denominado “*Securities Account Certainty Project*”⁷⁸. Se propone que el Proyecto se lleve a cabo por un grupo de expertos que trabajan en áreas distintas pero relacionadas directamente con operaciones internacionales de capitales y conocen en profundidad la problemática material y conflictual de las transacciones de valores anotados en cuenta. Se subraya que el objetivo del Grupo de expertos no es la armonización completa del derecho material de los valores negociables, sino una armonización parcial, limitada a los problemas

⁷⁷ Información detallada sobre estas organizaciones no gubernamentales en: www.ecsda.com , www.icma-group.org , www.swift.com.

⁷⁸ *Idem*, p. 16. “ The Group proposes that an EU Securities Account Certainty project be agreed upon by national governments, with a mandate to draft detailed proposals for the target reform and to explore and progress options for the work once concluded to be implemented into the laws of EU Member States’

identificados en el Segundo Informe. El Proyecto tampoco tocará cuestiones sobre temas de fiscalidad, contabilidad o competencia, sino que se concentrará solamente en los aspectos legales de las transacciones transfronterizas de valores negociables.

3.5. *EL INFORME DEL GRUPO DE ABOGADOS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS (EUROPEAN FINANCIAL MARKETS LAWYERS GROUP)*

De forma paralela con el Grupo Giovannini, la estructura y el desarrollo de las operaciones transfronterizas en mercados financieros se analiza por otras organizaciones e instituciones, interesadas en la mejora del sistema de anotación, liquidación y compensación. En el año 2001 el Grupo de Abogados de los Mercados Financieros Europeos (*European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG)*) empezó su propio análisis de las diferencias que se observaban en la normativa reguladora de los Estados Miembros y la estructura y operatividad de la tenencia indirecta de valores negociables⁷⁹.

La razón por la que se constituye el grupo es la ineficacia del funcionamiento de los mercados comunitarios y la falta de un marco legal armonizado. La tarea principal es promover iniciativas jurídicas que apoyen los procesos de armonización de las actividades comunitarias en la esfera de los mercados financieros. En su trabajo el EFMLG analiza los temas que se han identificado como obstáculos para la creación de un mercado único de productos y servicios financieros. El Grupo ha emitido informes en relación con varios proyectos sobre distintos temas como las barreras legales para el uso los valores como garantías financieras, el uso y la efectividad de los acuerdos de liquidación, el concepto de *force majeure* en los mercados financieros,

⁷⁹ El Grupo de constituye en 1999 por iniciativa del Banco Central Europeo. Está compuesto por 25 abogados vinculados con diferentes instituciones financieras de la UE. Los miembros del grupo se eligen por su experiencia profesional y no actúan como representantes de las instituciones de las que provienen. La lista completa de los miembros del EFMLG se puede consultar en: www.efmlg.org

las normas de conflicto de leyes aplicables en las transacciones transfronterizas de valores negociables, los aspectos jurídicos de las transacciones de readquisición (*repurchase agreements*) etc. En su trabajo el Grupo toma en consideración los estudios de otros organismos internacionales y comunitarios que han analizado el marco legal y el funcionamiento de los mercados de capitales. En función del tema analizado, el Grupo hace recomendaciones sobre diferentes actividades jurídicas o sobre mejores prácticas de mercado⁸⁰. EFMLG presta especial atención a la emisión, la tenencia y el uso de los instrumentos financieros. Una de los trabajos más importantes es el Informe en el que se hace la propuesta de la Directiva sobre los acuerdos de garantía, publicado el mes de junio de 2000⁸¹. La Comisión Europea valora muy positivamente el trabajo presentado por el Grupo y toma en consideración las recomendaciones contenidas en el Informe en la etapa de preparación de la Directiva. En el trabajo del Grupo destaca, asimismo, el Informe denominado “*The money market - Legal aspects of short-term securities*” elaborado en colaboración con la Asociación de Mercados financieros (*Financial Market Association FMA*)⁸².

En 2000 el EFMLG concluye que las barreras para la armonización del mercado financiero comunitario y en particular, de los mercados de valores, se deben tanto a las diferencias entre los ordenamientos jurídicos, como a las diferencias entre los regímenes aplicables⁸³. Como consecuencia, el grupo presenta un Informe denominado “*Harmonisation of the legal framework for rights evidenced by book-entries in respect of certain financial instruments in the*

⁸⁰ Una de las iniciativas es el Informe sobre la “Protection for bilateral insolvency set-off and netting agreements under EC law”, Octubre 2004.

⁸¹ EFMLG, Informe titulado “Proposal for an EU directive on collateralisation”, Junio 2000, disponible en http://www.efmlg.org/Docs/efmlg_proposal.pdf.

⁸² EFMLG, Informe titulado “The money market - Legal aspects of short-term securities”, Septiembre 2002, disponible en <http://www.efmlg.org/Docs/efmlgreport.pdf>

⁸³ En uno de los estudios realizados el EFMLG observa que existen diferencias sustanciales en el concepto de bonos y que se deben a las distintas normas que regulan la emisión y la forma de representación de los bonos.

European Union” en junio de 2003⁸⁴. Es un estudio detallado en el que se analiza la naturaleza y la estructura de la tenencia indirecta de valores negociables en el marco comunitario. El Grupo presenta su incondicional apoyo a las propuestas realizadas en el Informe Giovannini para el “*EU Securities Account Certainty Project*”, subrayando que el trabajo del EFMLG debe sola y exclusivamente considerarse como complementario. El Informe del Grupo de Abogados de los Mercados Financieros Europeos no se limita a repetir el análisis del Grupo Giovannini, sino que presenta el punto de vista de los expertos y propone medidas concretas para la construcción de un marco jurídico común⁸⁵.

3.6. INICIATIVAS DE LA COMISIÓN EUROPEA

La trascendencia del correcto funcionamiento de los mercados financieros en la UE y la problemática que acompaña las transacciones de valores anotados en cuenta son la razón por la que la Comisión desarrolla su propia política en relación con los sistemas de contratación, compensación y liquidación de valores. Tomando en consideración los Informes del Grupo Giovannini, del G30, CPSS/IOSCO y CESR/ESCB, en mayo de 2002 la Comisión publica la Comunicación “Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea - Cuestiones principales y desafíos futuros”⁸⁶. Es el primer documento oficial en el que se hace pública la posición de la Comisión

⁸⁴ EFMLG, Informe titulado “Harmonisation of the legal framework for rights evidenced by book-entries in respect of certain financial instruments in the European Union”, junio 2003, disponible en http://www.efmlg.org/Docs/EFMLG_report_260603.pdf

⁸⁵ Informe “Harmonisation of the legal framework...”*cit.*, p. 5, Se insiste en la necesidad de establecer estándares comunes que regulen los efectos de las anotaciones de los valores en cuenta. En particular, es imprescindible establecer normas comunes sobre la naturaleza y el alcance de los derechos del inversor anotados en cuenta; la protección de los derechos del inversor, incluso en casos de insolvencia del intermediario que lleva la cuenta; la transmisibilidad absoluta de los derechos derivados de los valores y el reconocimiento de la titularidad del adquirente *bona fide*; la protección del sistema de los valores representados a través de anotaciones en cuenta por un mecanismo de doble entrada y la elaboración de normas concretas que regulen los movimientos entre cuentas

⁸⁶ Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, “Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea - Cuestiones principales y desafíos futuros”, COM/2002/0257 final disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0257:FIN:ES:PDF>

Europea sobre el desarrollo y la reglamentación de los sistemas de compensación y liquidación.

La Comunicación reafirma la importancia de las operaciones financieras y reconoce la necesidad de crear un sistema eficiente y correctamente estructurado. Se confirma la existencia de las barreras técnicas y jurídicas que obstaculizan la creación de un mercado único funcional, identificadas con anterioridad por el Grupo Giovannini. Se reafirma la conclusión que gran parte de la ineficiencia del sistema comunitario de compensación y liquidación se debe a la fragmentación provocada por las diferencias en el funcionamiento y los requisitos técnicos, los procedimientos fiscales y la ley aplicable a los valores negociables.

La Comisión Europea considera que la eliminación de las barreras requiere el esfuerzo de todas las partes implicadas, incluidas las instituciones comunitarias. En este contexto, asume el papel de órgano unificador y anuncia iniciativas concretas. En primer lugar, anuncia la creación de un grupo de seguimiento cuyo objetivo es promover el proyecto de integración. En segundo lugar la Comisión propone la elaboración de un texto normativo en forma de Directiva que regule las cuestiones más urgentes relativas al sistema comunitario de compensación y liquidación. En siguiente lugar, en la Comunicación se anuncia la intención de la Comisión de crear un grupo de expertos cuya principal tarea es el análisis de los obstáculos de carácter jurídico y fiscal, la valoración de la estructura y funcionamiento actual de los mercados y la proposición de métodos de armonización de las legislaciones y procedimientos nacionales. La cuarta iniciativa prevé la adopción de las medidas necesarias para asegurar la efectiva aplicación de las normas de competencia⁸⁷. Para el cumplimiento de sus objetivos, la Comisión Europea constituye varios grupos de trabajo que identifican y analizan los problemas y presentan propuestas de solución.

⁸⁷ *Idem.*, p. 12- 32

3.6.1. CLEARING AND SETTLEMENT ADVISORY AND MONITORING EXPERT GROUP (CESAME)

Uno de los grupos que trabaja para la eliminación de los obstáculos del Informe Giovannini y la constitución de un mercado financiero único es el *Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group (CESAME)*⁸⁸. El Grupo se constituye en mayo de 2004 y tiene como principal tarea coordinar las actividades de eliminación de las barreras emprendidas tanto por el sector público, como por el privado⁸⁹. Esto implica monitorizar las actividades correspondientes y asegurar la coherencia de las medidas aplicadas en todo el territorio de la Comunidad. *CESAME* aconseja la Comisión Europea en cuestiones específicas relativas a los procesos de compensación y liquidación. Además, coopera con otros grupos, incluido el G30, que trabajan sobre la eliminación de las barreras a nivel comunitario e internacional⁹⁰.

Con fecha de 28 de noviembre 2008, el Grupo publica su último Informe sobre la eliminación de los obstáculos en la post contratación de valores negociables, identificados en el Informe Giovannini⁹¹. El documento analiza la estructura y el funcionamiento del mercado comunitario financiero en la actualidad y el resultado de los esfuerzos realizados hasta el momento tanto por el sector privado como por el público en relación con la eliminación de las barreras que impiden la construcción de un espacio financiero común

⁸⁸ Servicios financieros: La Comisión crea un Grupo de expertos sobre compensación y liquidación, Nota de prensa, 16 de julio 2004

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/935&language=en&guiLanguage=en>

⁸⁹ Información completa sobre las actividades del Grupo se puede consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/mandate_en.pdf

⁹⁰ El grupo se preside por la Comisión, con Alberto Giovannini como consejero principal. Se constituye por 21 miembros del sector privado, expertos en diferentes áreas relacionadas con el sistema financiero. Cuenta con cuatro observadores del sector público entre los que representantes de autoridades nacionales y bancos centrales, incluido BCE. Más información sobre la estructura del Grupo y sus actividades se puede encontrar en:

http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame_en.htm#overview

⁹¹ Informe CESAME, *The work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group ("CESAME" group). Solving the industry Giovannini Barriers to post-trading within the EU*, Bruselas, 28 Noviembre 2008. El texto completo del documento se puede consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/cesame_report_en.pdf

3.6.2. OTROS GRUPOS DE EXPERTOS

De forma paralela con la labor de CESAME, en 2005 la Comisión Europea crea dos grupos de expertos, uno encargado con la eliminación de las barreras legales, *Legal Certainty Group*, y el otro, con las barreras relativas a los procedimientos fiscales, *Fiscal Compliance Group (FISCO)*⁹². Ambos grupos tienen como tarea principal analizar y evaluar la situación actual y, si es necesario, proponer mecanismos de armonización de las normativas nacionales.

La importancia de la seguridad jurídica en las transacciones financieras y la existente disparidad de los métodos para determinar la ley aplicable a ciertos aspectos de las operaciones impulsan a la Comisión Europea a crear un ambicioso proyecto titulado *Legal Certainty Project*. La UE pone en marcha este proyecto de reforma cuya principal finalidad es determinar si el régimen legal que rige la emisión, la tenencia y el transfer de los valores crea barreras para la creación de un mercado financiero común. En primer lugar, el *Legal Certainty Group* prepara un estudio sobre el marco legal aplicable en los Estados Miembros, Japón, los Estados Unidos y Canadá. El Grupo analiza los ordenamientos jurídicos con el fin de determinar si es necesaria una armonización del marco comunitario. En su estudio se hace especial hincapié en ocho temas: la naturaleza de los derechos del inversor en relación con los valores anotados en cuenta; el transfer de estos derechos; la finalidad del transfer; el régimen de las anotaciones en los eslabones superiores; la protección del inversor de insolvencia del intermediario; la adquisición *bona fide* de los derechos derivados por un tercero; las diferencia en el régimen nacional de los procedimientos corporativos; las restricciones a la libre elección del emisor del lugar en el que se depositen los valores. La identificación de la problemática relacionada con dichos temas es el primer paso para la creación de un mercado financiero único. El hecho de que los problemas localizados

⁹² Más información sobre *Legal Certainty Group* en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm , y sobre *FISCO* en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/compliance_en.htm

repitan en gran parte las conclusiones del Informe Giovannini, confirma la necesidad de medidas comunes para superar las barreras existentes. El eje central son los valores anotados en cuenta.

El núcleo operativo del *Legal Certainty Project* es un grupo de expertos, *Legal Certainty Group*, constituido en enero de 2005⁹³. La principal tarea del Grupo es la identificación y el análisis de los obstáculos a la integración del mercado financiero en la UE y proponer mecanismos para su eliminación. Para la elaboración de los Informes el Grupo cuenta con la información que le proporcionan los Estados Miembros. El *Legal Certainty Group* basa el análisis y las conclusiones en la estructura del sistema financiero en la Comunidad y en las respuestas que los Estados Miembros dan del cuestionario detallado⁹⁴. En 2006 el *Legal Certainty Group* publica el primer Informe en el que presenta sus consejos de modernización del marco legal comunitario⁹⁵. En el texto emitido se discuten de tres temas principales- la falta de un marco legal común que regule los derechos sobre valores anotados en cuenta, las diferencias entre los ordenamientos nacionales que afectan las acciones corporativas y las restricciones impuestas por la normativa nacional relativas a libertad del emisor a elegir el lugar de depósito de los valores. En el documento emitido se subraya la existencia de barreras importantes y se insiste en adoptar normas concretas para su eliminación.

Dos años más tarde, en agosto de 2008, el *Legal Certainty Group* publica un segundo informe en el que de forma extensa y detallada analiza la estructura actual del sistema de compensación y liquidación y los obstáculos que en la actualidad impiden la construcción de un

⁹³ 'Financial services: Commission sets up expert group on legal certainty issues in clearing and settlement', Nota de Prensa, 1 febrero 2005. El Grupo se preside por representantes de la Comisión Europea y se constituye por 40 juristas de los 27 Estado Miembros de la UE, elegidos por sus conocimientos en las materias tratadas. Los miembros del Grupo no actúan como representantes de su estado, sino como expertos.

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/123&format=HTML&aged=0&language=en&guiLanguage=en>.

⁹⁴ El texto completo del cuestionario se puede consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/questionnaire-31012005_en.pdf

⁹⁵ Comisión Europea, EU Clearing and Settlement, Legal Certainty Group Advice, Bruselas, 11 agosto 2006, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/advice_final_en.pdf

espacio financiero común. Se hace referencia expresa al Informe Giovannini, analizando todas y cada una de las barreras identificadas y las recomendaciones para su eliminación, en particular, las recomendaciones técnicas y las prácticas de mercado, los procedimientos fiscales y la seguridad jurídica. En su estudio el *Legal Certainty Group* considera el trabajo realizado por las instituciones comunitarias hasta el momento en relación con las transacciones transfronterizas de valores anotados en cuenta. Se estima que la normativa adoptada elimina o, al menos, minimiza los efectos negativos de las barreras existentes. En este contexto, resultados concretos y especialmente positivos se consiguen con la adopción de las Directivas en el marco del mercado financiero.

Las recomendaciones del *Legal Certainty Group* reflejan la estructura actual de las operaciones transfronterizas de valores anotados en cuenta. Presentan de forma posiblemente más objetiva los problemas a los que se enfrentan los participantes en los mercados financieros, sea cual fuera su posición en la cadena. El trabajo hace hincapié en cuestiones concretas que afectan a mayor medida el desarrollo de las transacciones en el territorio de la Comunidad e impiden la creación de un mercado financiero común. La armonización del sistema de compensación y liquidación de valores anotados en cuenta requiere medidas específicas que se llevan a cabo por los participantes en las operaciones, el mercado en sí, y, sobre todo, por las autoridades nacionales y comunitarias.

3.7. *EL PROYECTO UNIDROIT*

El 23 de diciembre de 2004 UNIDROIT publica la Propuesta de Convención de normas materiales armonizadas relativas a valores depositados en un intermediario (*Preliminary draft Convention on harmonised substantive rules regarding securities held with an*

intermediary) junto con un documento en forma de Nota explicativa⁹⁶. Ambos documentos han sido preparados por un Grupo de expertos constituido en 2001 cuya tarea en este momento era estudiar la necesidad de adoptar un instrumento internacional que proporcione un marco legal armonizado de la tenencia y transfer de valores en los mercados internacionales⁹⁷. El Grupo tiene dos principales objetivos- elaborar un marco legal que regule la tenencia y transfer de valores negociables y, en segundo lugar, asegurar la compatibilidad del nuevo sistema con el ordenamiento nacional de los Estados participantes. La piedra angular, igual que en los Informes de las instituciones comunitarias y las organizaciones internacionales, es la problemática que acompaña la tenencia y el transfer de valores anotados en cuenta y los acuerdos de compensación y liquidación. El Grupo considera que la armonización de las normas que regulan estos aspectos es crucial para la reducción de la inseguridad jurídica y el riesgo sistemático.

La propuesta ha sido debatida en varias sesiones del Comité de Expertos Gubernamentales en Roma. El Comité se ha reunido cuatro veces y en cada un de las sesiones se ha discutido y modificado el contenido y la formulación de la propuesta. Al final de cada sesión, las modificaciones acordadas se añaden al Borrador junto con el correspondiente Informe⁹⁸. La última sesión se realizó en mayo de 2007 y tenía como finalidad aprobar las modificaciones propuestas por el Grupo de trabajo⁹⁹. En esta cuarta sesión el Comité de Expertos

⁹⁶ Información completa sobre la estructura y el trabajo del Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado se puede encontrar en: <http://www.unidroit.org/>. UNIDROIT es la abreviatura del Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado. UNIDROIT es una organización intergubernamental independiente que tiene como objetivo la modernización, la armonización y la coordinación las normas del derecho privado y en particular, del derecho mercantil. 63 estados son actualmente miembros de la UNIDROIT, incluidos los Estados Miembros de la UE. UNIDROIT “Preliminary draft Convention on harmonised substantive rules regarding securities held with an intermediary”, UNIDROIT 2004 - Study LXXVIII - Doc. 18, <http://www.unidroit.org/english/documents/2004/study78/s-78-018.pdf> ; Explanatory Notes, 2004, Study LXXVII- Doc. 19, <http://www.unidroit.org/english/documents/2004/study78/s-78-019-e.pdf> ;

⁹⁷ En esta parte del estudio se presentará de manera resumida el trabajo de UNIDROIT en materia de valores anotados en cuenta. El contenido de la Propuesta de Convenio se hace en el Capítulo III.

⁹⁸ Todos los documentos relacionados con la proceso de elaboración del Convenio se pueden consultar en: <http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/preparatorywork.htm>

⁹⁹ El Informe y las modificaciones adoptadas en la cuarta sesión se contienen en los Documentos 94 y 95 que se pueden consultar en: <http://www.unidroit.org/english/documents/2007/study78/s-78-094-e.pdf> y <http://www.unidroit.org/english/documents/2007/study78/s-78-095-e.pdf>

Gubernamentales decidió que el Borrador de Convenio estaba preparado para presentarse en la Conferencia Diplomática, que tuvo su primera sesión en Ginebra de 1 a 12 de septiembre de 2008. El texto propuesto ha sido aprobado y se acordó que la última sesión de la Conferencia Diplomática para adoptar la versión final de la Convención de normas sustanciales relativos a los valores depositados en un intermediario tendrá lugar en Ginebra, el 5-7 de octubre 2009¹⁰⁰.

El Borrador de Convenio se centra sobre los valores anotados en cuenta. El punto de partida es la definición de “valores depositados en un intermediario” que se determinan como el conjunto de derechos que adquiere el inversor al efectuar las operaciones de crédito y débito en la cuenta correspondiente¹⁰¹. La Propuesta de Convenio establece los estándares mínimos de la tenencia y el transfer de los valores anotados en cuenta. Regula las cuestiones como la reversibilidad y los derechos del adquirente *bona fide*, la naturaleza y el alcance de los derechos del inversor y del intermediario, el ejercicio de los derechos inherentes de la adquisición de los valores, los derechos del adquirente y las obligaciones del intermediario en caso de quiebra del segundo, la relación entre prestatario, el intermediario y el prestamista en el caso en el que el accionista ofrece como garantía los valores que tienen anotados en cuenta.

Se observan similitudes significativas entre el Proyecto UNIDROIT sobre valores depositados en un intermediario y las iniciativas de las instituciones europeas- *Legal Certainty Project*, la Directiva 98/26/CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y la Directiva 2002/47/CE sobre acuerdos de garantía financiera. A esta conclusión llega el *Legal Certainty Group* después de realizar un estudio comparativo de los textos legales de armonización y modernización del sistema de compensación y

¹⁰⁰ Información completa y la documentación adicional se puede encontrar en: <http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/conference2009/main.htm>

¹⁰¹ Art. 1.b) del Borrador define los valores depositados en un intermediario “*intermediated securities*” means securities credited to a securities account or rights or interests in securities resulting from the credit of securities to a securities account

liquidación¹⁰². En este contexto, el Consejo autoriza la Comisión a negociar en nombre de la Comunidad los aspectos que conciernen la normativa comunitaria en materia de transacciones financieras, en particular la directiva sobre la firmaza y la Directiva sobre las garantías financieras. El Proyecto UNIDROIT está en su última fase de elaboración y es temprano valorar los efectos que tendrá sobre el sistema de tenencia y transfer de los valores anotados en cuenta. Lo que si se observa es el paralelismo entre el trabajo de Grupo de Expertos Gubernamentales de UNIDROIT y el del *Legal Certainty Group*.

3.8. LA CONVENCIÓN DE LA HAYA SOBRE LA LEY APLICABLE A CIERTOS DERECHOS SOBRE VALORES DEPOSITADOS EN UN INTERMEDIARIO

Otra iniciativa global es el trabajo del la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional¹⁰³. Uno de los textos legales adoptados, la Convención de la Haya sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario, hecha el 5 de julio de 2006, regula las cuestiones específicas de la tenencia y el transfer de los valores depositados en un intermediario ¹⁰⁴. La iniciativa se desarrolla a partir de la propuesta que realiza la Comisión Especial de de Asuntos Generales y Política de la Conferencia que tuvo lugar del 8 a 12 de mayo 2000 en La Haya¹⁰⁵. Se constituye un Grupo de trabajo de expertos de los Estados miembros de la Conferencia de La Haya, en colaboración

¹⁰² Algunos de los miembros del *Legal Certainty Group* han formado parte del proyecto UNIDROIT son: Philippe DUPONT, Guy MORTON, Antoine MAFFEL.

¹⁰³ La Conferencia de La Haya es una organización intergubernamental fundada por el Gobierno holandés en 1893, cuyas prerrogativas son la unificación progresiva de las normas del derecho internacional privado. En la actualidad son 69 los estados que son miembros de la Conferencia de la Haya, incluidos los 27 Estados Miembros de la Unión Europea. http://www.hcch.net/index_en.php?act=home.splash

¹⁰⁴ Convenio sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario. La Convención se adopta en diciembre de 2002 pero la primera firma se hace el 5 de julio de 2006 y por esta razón se indica ésta segunda fecha. Información más detallada sobre el proceso de adopción del texto convencional se puede encontrar en la página web de la la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado: http://www.hcch.net/index_es.php , El texto de la Convención se puede consultar en su versión en castellano en: http://www.hcch.net/index_es.php?act=conventions.text&cid=72 .

¹⁰⁵ Una presentación más detallada del Convenio de la Haya sobre ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario se hace en el Capítulo III.

con organizaciones internacionales como UNICTRAL y UNIDROIT. La Comisión Europea participa en el grupo de trabajo en calidad de observador y, en su fase final, negocia el Convenio en nombre de la Comunidad. El texto convencional se prepara relativamente rápido, con sólo tres asambleas del Comité de Expertos que se dividen entre enero de 2001 y diciembre de 2002¹⁰⁶. Los temas tratados y el proceso de elaboración se siguen con gran interés por los bancos, los depósitos centrales y asociaciones internacionales del sector financiero.

El convenio pretende establecer un régimen conflictual uniforme que permite determinar *ex ante* la ley aplicable a los derechos derivados de la tenencia, el transfer y la pignoración de valores depositados en un intermediario¹⁰⁷. Según se establece en su Preámbulo, el Convenio

¹⁰⁶ El Comité de Expertos se constituye por: Roy Good, Presidente (Reino Unido), Lars Afrell (Suesia), Olaf Christman (Alemania) de enero 2001 a septiembre 2002, Diego Devos (Bélgica), Philippe DuPont (Luxemburgo), Alexander de Fontmichel (Francia) desde enero 2002 hasta la Sesión Diplomática en diciembre de 2002, Francisco Garcimartín Alferez (España), Hervé Le Guen (Francia) de enero 2001 a enero 2002, Hideki Kanda (Japón), Karl Kreuzer (Alemania), Guy Morton (Reino Unido), Maxime Paré (Canadá) de octubre 2001 a marzo 2002, Ulrik Rammeskov Bnag-Pedersen (Dinamarca), Fabian Reuschle (Alemania) el tiempo de la duración de la Sesión Diplomática en diciembre 2002, y Jim Rogers (EE.UU.) que fue sustituido por Joyce Hansen (EE.UU.) desde mayo 2002 hasta la Sesión Diplomática en diciembre 2002. Como invitados por el Presidente de la Comisión de Expertos, en las sesiones de trabajo participan Randall Guynn y Antoine Maffei. La Oficina Permanente está representada por Christophe Bernasconi y por el Consejero Jurídico del proyecto Richard Potok. La asistencia técnica se proporcionó por Michael Huber.

¹⁰⁷ BERNASCONI, Christophe, "Indirectly Held Securities: a New Venture for the Hague Conference on Private International Law"; *YPIL*, Vol. III, 2001, p. 63; BERNASCONI, Christophe, "The Hague Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary (Hague Securities Convention)", *Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law - Law and Financial Stability*, Washington, D.C., October 23-27, 2006; BERNASCONI, Christophe, The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems, Informe Preliminar N° 1 de la Conferencia de la Haya de Derecho Internacional Privado, 2000, disponible en http://hcch.e-vision.nl/upload/sec_pd01e.pdf; BERNASCONI, Christophe, "Déterminer la loi applicable: les facteurs de rattachement retenus dans la Convention de La Haye sur les Titres", *La loi applicable aux titres intermédiés: La Convention de La Haye du 5 juillet 2006. Une opportunité pour la place financière suisse? Actes de la 18e Journée de droit international privé du 24 mars 2006 à Lausanne; Publications de l'Institut suisse de droit comparé*, 55, Schulthess 2006, p. 53; BERNASCONI, Christophe, "The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding system", en POTOK, Richard, *Cross-border collateral...*, *cit.*; CRAWFORD, Bradley, "The "PRIMA" Convention: choice of law to govern recognition of dispositions of book-based securities in cross border transactions", *CBLJ*, abril 2003, pp. 157-206; DEGUÉE, J.-P. & DEVOS, D., "La loi applicable aux titres intermédiés: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002", *RDCB*, 2006, No 1, p. 5; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "El Convenio de La Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario", *RDBB*, num. 90, 2003, p. 163-189; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Los trabajos de la Conferencia de la Haya sobre valores anotados en intermediarios financieros", *Revista Española de Derecho Internacional* - Núm. LIII-1/2, enero 2001; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "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", *RDCE*, Número 6, Julio - Diciembre 1999; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Acuerdos de garantía financiera y riesgo concursal: un estudio de los problemas de ley aplicable" *RDCP*, N° 9, 2008, pp. 75-86; GOODE, Roy, KANDA, Hideki y KREUZER, Karl, *Explanatory Report on*

responde a la “necesidad práctica, en un mercado financiero mundial cada vez más amplio, de ofrecer certeza y previsibilidad en cuanto a la determinación de la ley aplicable a los valores que hoy en día se hallan habitualmente depositados en centrales de compensación y liquidación u otros intermediarios», y a la finalidad, «en orden a facilitar la circulación internacional de capitales y el acceso a los mercados de capitales, ... de reducir los riesgos jurídicos, el riesgo sistémico y otros costes asociados ...”.

La norma principal se basa a la autonomía de la voluntad, esto es, las partes de un acuerdo de mantenimiento y administración de cuenta pueden elegir el Derecho del Estado que regirá todas las cuestiones que provienen de la tenencia, el transfer y la pignoración se valores anotados en cuenta. La libertad de elección no es absoluta. El Estado elegido debe guardar alguna relación con las partes del acuerdo. La ley designada por el sólo será aplicable si el intermediario relevante tiene, en el momento de celebrar el contrato, un establecimiento en ese Estado, realiza actividades de mantenimiento de cuenta de valores. Consecuentemente, la Convención de la Haya es incompatible con el régimen conflictual previsto en la normativa comunitaria que establece como aplicable la ley del Estado en el que se encuentra la cuenta en la que se realizan las anotaciones¹⁰⁸. Así que, la ratificación y aplicación del Convenio en la UE requiere la modificación del actual marco legal. El Convenio no sólo determina la ley aplicable a la naturaleza jurídica y

the 2006 Hague Securities Convention, HCCH Publications, 2005; GUYNN, Randall D., “Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws”, Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association, 1996; GUYNN, Randall D/MARCHAND, Nancy J. “Transfer o pledge of securities held through depositories”, en VAN HOUTTE, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998, pp. 47-72; HAENTJEANS, Matthias, *The law applicable to indirectly held securities*, Sdu Uitgevers, La Haya, 2006; HAENTJEANS, Matthias, *Harmonisation of securities law: ...cit.*; KRONKE, Herbert, “The draft UNIDROIT Convention on intermediated securities: transnational certainty and market stability”, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., October 23-27, 2006; OOI, Maisie, *Shares and other securities in the conflict of laws*, Oxford University Press, 2003, pp. 51-61, 225-321; PAZ ARES, Cándido/GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros”; POTOK, Richard, “General introduction: legal nature of interests in the indirectly held securities and resulting conflict of laws analysis”, en *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, Butterworths, 2002; STEVEN ROGERS, James, “Conflict of laws for transactions in securities held through intermediaries”, *CILJ*, N° 39, 2006, pp. 285-328; THÉVENOZ, Luc, “Intermediated Securities... , *cit.*

¹⁰⁸ Art. 9.2 Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, Art. 9 Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre acuerdos de garantía financiera

los efectos frente al intermediario de los derechos derivados de la anotación de valores en cuenta o de la disposición de valores depositados en un intermediario, sino también la ley aplicable a la naturaleza jurídica y los efectos frente a terceros de esos derechos o esa disposición.

La adopción del texto convencional es bien recibida tanto por el sector público, como por el privado. El 13 de diciembre 2005 la Comisión presenta una Propuesta de Decisión del Consejo relativa a la firma del Convenio de La Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario.¹⁰⁹ La Comisión presenta su posición positiva sobre el texto convencional y recomienda enérgicamente su ratificación. Estima que “la aplicación del Convenio de La Haya sobre los valores, contribuirá en gran medida a fomentar la libre circulación de capitales en el mercado interior y a escala internacional al eliminar las incertidumbres relativas a la legislación aplicable, permitiendo así un comercio más amplio de valores entre Estados Miembros y en los mercados internacionales de capitales”. La Comisión reconoce la incoherencia con la normativa comunitaria y reafirma la intención de las instituciones comunitarias de adaptar las reglas, previstas en las Directivas correspondiente. La Comisión considera que el Convenio es un mecanismo jurídico que eliminará la incertidumbre en las operaciones transfronterizas de valores. La seguridad jurídica que proporciona impulsará la libre circulación de capitales tanto en los mercados internacionales, como en el espacio financiero común.

La Propuesta de la Comisión se precede por la opinión sobre el tema del Banco Central Europeo. La máxima autoridad financiera en el Unión Europea presenta con fecha 17 de marzo de 2005 un Dictamen solicitado por el Consejo de la Unión Europea, acerca de la propuesta de decisión del Consejo relativa a la firma del Convenio de La Haya sobre la legislación aplicable a ciertos derechos sobre valores

¹⁰⁹ 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, 15.12.2009, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003PC0783:ES:NOT>

depositados en un intermediario¹¹⁰. El BCE reconoce que es primordial que haya una seguridad jurídica previa en cuanto a la ley aplicable a ciertas cuestiones relativas a la tenencia, el transfer y la pignoración de valores anotados en cuenta. En el Dictamen se subraya la diferencia sustancial de las normas de conflicto previstos en el texto convencional y la normativa comunitaria. Se acentúa que el sistema comunitario ya contiene normas concretas que resuelven de manera uniforme la problemática conflictual relativa a estos temas. El BCE respalda el objetivo de establecer unas normas de conflicto de aplicación universal en este campo, pero, en vista de las posibles repercusiones del Convenio y de la legislación comunitaria en vigor, recomienda a la Comisión Europea que realice previamente una evaluación completa de las repercusiones del Convenio.

Valoración positiva de las soluciones que ofrece el Convenio a la problemática conflictual relativa a la tenencia, el transfer y la pignoración de valores anotados en cuenta da, sin embargo, el G-30. En la Recomendación 15 de su Informe "Compensación y liquidación a escala mundial - Plan de acción, presentado el 23 de enero de 2003, estima que "los supervisores y los legisladores financieros deberían asegurarse de que el Convenio de La Haya sobre la legislación aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario, adoptado el 13 de diciembre de 2002, es firmado y ratificado por sus naciones respectivas tan pronto como sea razonablemente posible. El Convenio de La Haya, una vez ratificado por todas las naciones pertinentes, asegurará una respuesta clara y cierta a la cuestión que se plantea en un entorno internacional sobre la legislación en virtud de la

¹¹⁰ Dictamen del Banco Central Europeo de 17 de marzo de 2005, solicitado por el Consejo de la Unión Europea, acerca de una 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, *DO C* 81, 02/04/2005, [COM(2003) 783 final], <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2005:081:0010:0017:ES:PDF>

cual se determina si un beneficiario de una garantía ha recibido un interés perfeccionado en los valores de la garantía"¹¹¹.

El *Financial Market Law Committee* presenta un Informe sobre la repercusión del Convenio de la Haya sobre ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario. El julio de 2005 la Comisión Europea pide al Comité su opinión sobre las soluciones de la problemática conflictual que ofrece el Convenio y las aportaciones del texto convencional a la seguridad jurídica en la materia de valores anotados en cuenta. El Comité considera que el Convenio ofrece soluciones prácticas a problemas concretos que distorsionan la estabilidad y el buen funcionamiento de los mercados financieros. Estima que no existe un marco legal común que determine la ley aplicable a los derechos de propiedad sobre los valores anotados en cuenta. Las normas sobre conflicto de leyes previstas en las Directivas comunitarias constituyen soluciones parciales, regulando sólo parte de la problemática actual. La falta de un enfoque común incrementa la inseguridad jurídica en las operaciones transfronterizas de valores. En este aspecto, el Comité considera que las soluciones previstas en el Convenio proporcionan un adecuado nivel de seguridad jurídica que garantiza la protección de los intereses de las partes en las transacciones internacionales de valores al establecer criterios claros para determinar la ley aplicable. El *Financial Market Law Committee* estima positivamente texto convencional y apoya enérgicamente su ratificación.

3.9. OTROS PROYECTOS RELEVANTES - EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE ACCIONISTA

En todos los trabajos realizados en el campo del sistema de compensación y liquidación mencionados hasta ahora se presta especial

¹¹¹ G-30, Informe "Compensación y liquidación a escala mundial - Plan de acción", 23 de enero de 2003, www.group30.org

atención a la influencia que tienen las acciones corporativas sobre la estabilidad del sistema de compensación y liquidación y la seguridad jurídica en las operaciones transfronterizas de valores. En este aspecto, interés particular para el tema del estudio tiene el Plan de Acción que la comisión europea presenta el día 21 de mayo 2003 con la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo - Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea - Un plan para avanzar¹¹². Con el Plan la Comisión anuncia las medidas que considera necesarias para la modernización de Derecho de Sociedades en la UE. El proyecto tiene como finalidad principal reforzar los derechos de los accionistas y la protección de terceros en las sociedades cotizadas en los mercados comunitarios y promover la eficacia y la competitividad de las empresas. En el proyecto se discuten las cuestiones relativas a acceso a la información, así como al derecho a hacer preguntas, a presentar resoluciones, a votar a distancia, a participar en la junta general por vía electrónica. Las medidas propuestas tienen como finalidad eliminar los obstáculos para el ejercicio de los derechos de voto transfronterizo. La Comisión considera que las soluciones de la problemática comentada deben tener formato de Directiva, puesto que ejercicio de estos derechos requiere la eliminación previa de una serie de dificultades.

El Proyecto sobre los derechos de los accionistas se aplica a todas las acciones de sociedades de capital, depositadas o no en un intermediario. La mayoría de los problemas relacionados no pueden ser resueltos sin tomar en consideración las técnicas actuales de tenencia de los valores negociables. Por ejemplo, el ejercicio de los derechos de voto basado en valores anotados en cuenta requiere claridad y precisión en cuanto a los derechos y las obligaciones del inversor, el emisor y el intermediario. Por otro lado, la identificación de la persona que ejerce el control sobre los derechos derivados de la adquisición de las acciones es

¹¹² Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo - Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea - Un plan para avanzar, /COM/2003/0284 final/, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:ES:PDF>

un dato imprescindible que garantiza la seguridad jurídica en relación con los valores depositados. Además, los derechos y las obligaciones de los intermediarios y el emisor respecto al inversor juegan un papel importante en el sistema de tenencia indirecta de valores. La certeza sobre la identidad de la persona que ejerce los derechos de voto es un factor determinante para la estabilidad del sistema de compensación y liquidación. En relación con el momento en el que se realiza la liquidación, el Grupo Winter hace hincapié en su Informe en el problema del posible impacto que pueden causar tales diferencias sobre el ejercicio de los derechos de voto cuando las acciones son objeto de transacciones transfronterizas¹¹³.

En relación con la problemática analizada en el Informe Winter, la Comisión Europea realiza dos consultas públicas que tiene como objeto el ejercicio de los derechos de voto básicos en la asamblea general de la compañía y la solución de los problemas que se observan en el ejercicio transfronterizo de dichos derechos¹¹⁴. En general, las partes interesadas que presentan su opinión aprueban la iniciativa de la Comisión e insisten que es imprescindible una mínima armonización en el marco del ejercicio de los derechos de los accionistas que garantice el correcto funcionamiento de los mercados de capitales en la UE. En algunas de las respuestas se subrayan las diferencias existentes entre los ordenamientos nacionales en materia de sociedades y se alega que toda iniciativa por parte de la UE debería tomar en consideración las particularidades de cada sistema nacional, lo que proporcionaría a los Estados Miembros la flexibilidad necesaria en la aplicación de la normativa comunitaria en materia de sociedades¹¹⁵.

¹¹³ Informe Winter, el texto completo del Informe se pueda consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf. WACLAWIK, Agata, "Company law and securities clearing and settlement: the possible impact of a Shareholder Rights Directive on the legal certainty project", http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/5_9_5_waclawik_en.pdf,

¹¹⁴ Commission consultation documents of the Services of the Internal Market Directorate General, 'Fostering an appropriate regime for shareholders' rights', 16 de septiembre 2004, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation_en.pdf, y 13 de mayo 2005, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation2_en.pdf.

¹¹⁵ Resumen del segundo documento de consulta de la Dirección General del Mercado Interior y Servicios, p. 4

Como consecuencia, el 10 de enero de 2006 la Comisión Europea publica una propuesta que un año y medio más tarde se transforma en Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas ¹¹⁶. El objetivo de la Directiva es proporcionar los mecanismos jurídicos que faciliten el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto de los accionistas de las sociedades anónimas cotizadas. El texto comunitario establece los estándares mínimos que garanticen que los accionistas, independientemente del Estado Miembro en el que se encuentra su domicilio, tengan acceso a la toda la información relevante y los medios necesarios para ejercer a distancia sus derechos de voto. La Comisión sostiene que los mayores obstáculos para el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto son las disposiciones en la normativa nacional de bloqueo de las acciones antes de la asamblea general, el difícil acceso a la información relevante para la asamblea general y la complejidad del procedimiento mismo de votación transfronteriza. Los accionistas no residentes deben poder ejercer sus derechos de voto con la misma facilidad que los accionistas que residen en el Estado Miembro en el que tiene su domicilio social la sociedad. En este aspecto se subraya la importancia de la comunicación entre el inversor y la persona que actúa en su nombre. Se estima que cuando estén implicados intermediarios financieros la eficacia de la votación con arreglo a instrucciones depende en gran medida de la eficacia de la cadena de intermediarios. En el sistema de tenencia indirecta los inversores a menudo no pueden ejercer sus derechos de voto sin la intervención de los intermediarios. El ejercicio de dichos derechos en situaciones transfronterizas requiere la inminente colaboración de los intermediarios financieros, esto es, que

¹¹⁶ Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE, Bruselas, 05.01.2006, COM(2005) 685 final, 2005/0265 (COD), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0685:FIN:ES:PDF>, Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:ES:PDF>

los inversores tengan acceso a servicios de votación efectivos y que los derechos de voto de ejercen de conformidad con las instrucciones dadas por esto último a los intermediarios. El texto comunitario es una Directiva *de minimis* que determina de forma imperativa los derechos y las obligaciones de los accionistas, las sociedades y los representantes.

3.10. *CONSIDERACIÓN DE FUTURO - LIBRO VERDE SOBRE POLÍTICA DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS 2005-2010*

La regulación de las transacciones de valores que se realizan en los mercados comunitarios de capitales resulta, sin embargo, inadecuada. El Informe del Grupo CESAME del agosto 2008, destaca la necesidad de un marco legal eficiente, que refleje la realidad mercantil y proteja de forma más compleja los intereses de las partes implicadas. La enmienda de las normas comunitarias en materia de mercado de valores será un paso crucial para la modernización del marco legal europeo que eliminará la inseguridad jurídica y los riesgos. En este contexto, están en proceso varias iniciativas con las que las instituciones comunitarias pretenden modernizar el marco legal. Se ha publicado el Libro Blanco sobre Política de los servicios financieros 2005-2010 en el que la Comisión Europea presenta las prioridades políticas en el ámbito de los servicios financieros hasta 2010¹¹⁷. Para la elaboración del Libro Blanco la institución comunitaria toma en consideración el Libro Verde sobre la política para los servicios financieros 2005-2010, publicado el 3 de mayo de 2005, los resultados del “Intercambio de opiniones” de 18 de julio de 2005, así como el Informe sobre la integración de los mercados financieros presentado por el Comité de servicios financieros, las Conclusiones de ECOFIN de 11 de octubre 2005 y el Informe de la Comisión de Asuntos Económicos y

¹¹⁷ Libro Blanco sobre la Política de los servicios financieros 2005-2010, publicado el 5 de diciembre 2005. El texto completo se puede consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_es.pdf

Monetarios del Parlamento Europeo sobre el estado actual de integración de los mercados financieros de la UE¹¹⁸.

En el Libro Blanco la Comisión Europea subraya cuatro principales objetivos: a) consolidación dinámica para conseguir un mercado financiero europeo integrado, abierto, inclusivo, competitivo y eficiente en términos económicos; b) supresión de las barreras económicamente significativas que persisten, para que la prestación de servicios financieros y la libre circulación de capitales en toda la UE puedan llevarse a cabo al menor coste posible (con niveles efectivos de reglamentación prudencial y normas de conducta que garanticen niveles elevados de estabilidad financiera, ventajas para los consumidores y protección de éstos últimos); c) aplicación, cumplimiento y evaluación continua del marco legislativo vigente y aplicación rigurosa del programa «legislar mejor» a cualquier futura iniciativa; d) mejora de la cooperación y la convergencia en materia de control en la UE, profundización de las relaciones con otros mercados financieros mundiales y refuerzo de la influencia europea en el mundo. El cumplimiento de los objetivos definidos en el Libro Blanco requiere medidas concretas por parte tanto de las instituciones comunitarias, como de los Estados Miembros.

El cumplimiento de los objetivos definidos en el Libro Blanco requiere medidas concretas por parte de tanto de las instituciones comunitarias, como de los Estados Miembros. El trabajo de los primeros se centrará en el impacto de las normas adoptadas sobre el funcionamiento del mercado financiero común y en modernización del marco legal existente. La labor de los Estados Miembros consiste en

¹¹⁸ Libro Verde sobre la política para los servicios financieros 2005-2010, publicado el 3 de mayo de 2005. Texto completo

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/green_es.pdf

Los Resultados del “Intercambio de opiniones” de 18 de julio de 2005 se pueden consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/infosession/results_en.pdf , Bruselas, 28 de julio 2005.

Informe sobre la integración de los mercados financieros presentado por el Comité de servicios financieros, Luxemburgo, 11 de octubre de 2005, 12800/05 (Presse 250) http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ecofin/86764.pdf

Informe de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo sobre el estado actual de integración de los mercados financieros de la UE, 1 de enero 2005. Ponent: Ieke van den Burg. http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004_2009/documents/pr/553/553131/553131es.pdf

respetar las normas de aplicación directa y transponer las directivas correctamente en la normativa interna, cumpliendo los plazos establecidos¹¹⁹. La evaluación del funcionamiento del mercado financiero no puede ser completa sin tomar en consideración la valoración de los usuarios de los servicios financieros. En este contexto, la Comisión presta especial atención al foro FIN-USE en el que los usuarios de servicios financieros comparten su opinión sobre el funcionamiento del sistema financiero y sus propias experiencias en este campo¹²⁰. Estima la institución comunitaria que dicho foro desempeña un papel sumamente importante al aportar la perspectiva de los usuarios al desarrollo de la política comunitaria.

Uno de los elementos sustanciales para la construcción de un espacio financiero común es la confianza de los operadores, personas físicas y jurídicas. Especial atención, sin embargo, la Comisión presta a la protección de los intereses de los consumidores. Con esta finalidad se constituye el Grupo de Consumidores de Servicios Financieros (*Financial Services Consumer Group* (FSCG)) que forma parte del Grupo consultivo europeo de los consumidores (*European Consumer Consultative Group* (ECCG))¹²¹. El Grupo está integrado por un representante de cada organización nacional de consumidores y un miembro de cada organización europea de consumidores. El principal objetivo del Grupo es proporcionar soporte a la Comisión para la valoración del impacto de las medidas adoptadas sobre los consumidores de servicios financieros. La principal tarea del Grupo es

¹¹⁹ Libro Blanco sobre la Política de los servicios financieros 2005-2010, pp. 6-8

¹²⁰ Información más completa sobre FIN-USE se puede consultar en:

http://ec.europa.eu/internal_market/finances-retail/finuse_en.htm . Datos sobre la creación del foro se pueden consultar en:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/450&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

¹²¹ El Grupo consultivo europeo de los consumidores (*European Consumer Consultative Group* (ECCG)) El Grupo consultivo europeo de los consumidores representa a los consumidores de la Unión Europea, incluidos los países adherentes cuando se conviertan en miembros de la UE. La Comisión puede pedir su dictamen sobre los problemas que afectan a los consumidores a escala comunitaria. El Grupo se constituye con la Decisión 2003/709/CE de la Comisión, de 9 de octubre de 2003, por la que se crea un Grupo consultivo europeo de los consumidores.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:258:0035:0036:ES:PDF>

elaborar informes a petición de la Comisión sobre problemas concretos de la actualidad financiera¹²².

Un medio muy eficaz para hacer frente a la infracción de los derechos de los consumidores y para evaluar el funcionamiento mismo del mercado es el sistema FIN-NET¹²³. La plataforma FIN-NET es la red transfronteriza para la tramitación extrajudicial de reclamaciones en materia de servicios financieros. Es una unión de los sistemas nacionales de reclamación cuyo principal objetivo es ayudar al consumidor a afrontar los problemas que le puedan surgir con empresas extranjeras que ofrecen servicios financieros. En segundo lugar, FIN-NET vela por el intercambio eficaz de información entre los sistemas europeos, de manera que sus reclamaciones transfronterizas puedan tramitarse de la forma más rápida, eficaz y profesional posible. En último lugar, procura que los sistemas de resolución extrajudicial de litigios de los diferentes países del Espacio Económico Europeo operen de acuerdo con un conjunto común de principios¹²⁴.

Como medida adicional para optimizar el funcionamiento del sistema la Comisión Europea insiste en reforzar las obligaciones de cooperación e intercambio de información entre las autoridades de control. La Comisión considera que el correcto funcionamiento del mercado financiero depende, en cierta manera, de la colaboración efectiva y eficaz entre las instituciones comunitarias y las autoridades nacionales, por un lado, y por otro, entre las autoridades *inter se*. La institución comunitaria no limita el enfoque de la reforma necesaria sola y exclusivamente al mercado interior, sino que reconoce que la creación de un espacio financiero común depende de manera inminente del correcto funcionamiento de los mercados internacionales. En este sentido, destaca la importancia de las iniciativas de cooperación con

¹²² El funcionamiento del Grupo está completamente supeditado por la Comisión Europea. Sus miembros se designan por la Comisión, que tiene, asimismo, la competencia para establecer el calendario de trabajo y presidir sus reuniones. Los debates del Grupo se basarán en las peticiones de dictamen realizadas por la Comisión. Al solicitar un dictamen, la Comisión podrá fijar el plazo dentro del cual deberá emitirse el referido dictamen.

¹²³ Información completa sobre FIN-NET se puede consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/finnet/index_en.htm

¹²⁴ El procedimiento de resolución de conflictos extrajudicial se presentará en el Capítulo II.

organización internacionales como GATS, Ronda de Doha de la OMC, y en otras negociaciones comerciales. La cooperación con dichos organismos se articula en intercambio de información, identificación previa de posibles problemas de regulación y búsqueda de soluciones aceptables para todas las partes implicadas. Además, la Comisión destaca su intención de ampliar el dialogo con los Estados Unidos, Japón, China, Rusia y la India con el fin de unificar los criterios de acceso y control de los mercados financieros¹²⁵. Por otro lado, la Comisión hace hincapié a la importancia de la colaboración con foros internacionales como el Comité de Basilea, la IAIS, la OICV o UNIDROIT que trabajan, entre otras, para la eliminación de los problemas de la actualidad financiera y la adopción de normas y criterios uniformes de funcionamiento del mercado de capitales.

3.11. CONSIDERACIONES CONUMES

Las iniciativas de las instituciones comunitarias y de las organizaciones internacionales en el marco de los mercados financieros demuestran el gran interés que suscitan las operaciones transfronterizas de valores. La seguridad jurídica es el factor clave que determina la estabilidad y el correcto funcionamiento de los mercados internacionales de capital. La aplicación de normas claras y de mecanismos transparentes y eficaces que sostengan la infraestructura del mercado proporciona confianza en los operadores, mantiene el interés de los inversores y elimina los riesgos adicionales. Éstos son los rasgos distintivos de un sistema eficiente que, lamentablemente, no caracterizan ni el mercado financiero global, ni el comunitario.

Los estudios de las diferentes organizaciones e instituciones identifican deficiencias graves en la organización y la ejecución de las operaciones transfronterizas. Tales carencias se deben a los obstáculos legales, los riesgos de custodia y las dificultades que se observan en los

¹²⁵ Libro Blanco, p. 18

procesos de compensación y liquidación. Las barreras legales se forman por las diferencias entre las normas reguladoras nacionales. El mercado financiero global se describe como un mercado fragmentado donde cada espacio financiero se rige por normas nacionales. La existente fragmentación crea barreras jurídicas y complica sustancialmente la ejecución de las operaciones. Las diferencias entre las normas nacionales tienen diversas consecuencias negativas que inciden sobre la estabilidad del sistema. En los Informes se subraya la falta de un marco común que regule los derechos derivados de la adquisición de valores y su distinción de los derechos que tienen carácter puramente contractual, las diferencias significativas en los conceptos de propiedad (*property*) y titularidad (*ownership*), las divergencias en la regulación de los procesos de compensación y liquidación y la falta de uniformidad en los criterios para resolver la problemática conflictual relacionada con las transacciones internacionales de valores. Se observa, en siguiente lugar, una importante falta de claridad en relación con los derechos que tiene el inversor sobre los valores anotados en cuenta y su protección en caso de insolvencia del intermediario. Consecuencia directa de las diferencias entre las normas nacionales son las dificultades que tienen los inversores para ejercer sus derechos político y económicos que derivan de la adquisición de las participaciones societarias.

El factor determinante que causa las deficiencias del sistema es la falta de cooperación entre los Estados y entre el sector privado y las autoridades reguladoras¹²⁶. Los Informes hacen especial hincapié en la falta de coordinación entre los sistemas de liquidación y compensación. Se subraya que la fragmentación de los mercados financieros se ve potenciada por las incoherencias que existen entre los sistemas nacionales de liquidación y compensación de valores. Como consecuencia, los participantes se ven obligados a asumir costes muy elevados a la hora de realizar las operaciones transfronterizas. Se destaca que la estructura del sector constituye un impedimento para la construcción de un mercado financiero integrado. A nivel comunitario la

¹²⁶ Informe Lamfalussy, p. 37

Comisión Europea subraya que la falta una estrategia común para la regulación incrementa los riesgos asociados a las actividades de compensación y liquidación y así, actúa como barrera para el desarrollo del sistema financiero en la Comunidad. Se estima que la ineficacia de los procedimientos de compensación y liquidación se potencia por la falta de normas técnicas generales y por las prácticas comerciales diferentes¹²⁷.

La eficacia y la eficiencia del sistema requieren la aplicación de mecanismos jurídicos y técnicos adecuados que garanticen los intereses de todos los participantes- inversores, intermediarios y del mismo mercado. En este contexto, un marco legal moderno y eficiente proporcionará seguridad jurídica y eficacia en la compensación y liquidación de las operaciones financieras y como consecuencia se logrará la integración del mercado financiero en la UE. Los estudios presentados en la Sección II insisten que los valores deben estar inmovilizados o desmaterializados en un Depositario central de valores (DCVs) y deben ser transferidos por medio de anotaciones en cuenta. En relación con el momento de liquidación y la entrega de los valores contra pago en los trabajos se indica que las DCVs deben eliminar o minimizar los riesgos que acompañan estos procesos. Se destaca que para la estabilidad del sistema es importante que los activos que se utilizan para liquidar las obligaciones finales de pago que surgen de las operaciones con valores deben tener poco o ningún riesgo de crédito o de liquidez. En caso de quiebra del intermediario, la normativa debe prever mecanismos que protegen los miembros de las DCVs de posibles pérdidas. La estabilidad del sistema requiere, por otro lado, la adopción de mecanismos contables que protejan los valores de los clientes.

El análisis de la realidad jurídico-económica y las recomendaciones en los Informes están dirigidos tanto al sector público, como al privado. Los grupos de trabajo consideran que algunas de las

¹²⁷ Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, “Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a seguir”, Bruselas, 28/4/2004 COM(2004) 312 final, p. 6

barreras pueden ser eliminadas y el sistema puede ser modernizado con el moderado esfuerzo del sector privado. El sistema de compensación y liquidación se puede mejorar significativamente con la unificación de los requisitos técnicos de funcionamiento de los mercados financieros, lo que potenciaría la interoperatividad de los sistemas nacionales y aportaría beneficios significativos para los mercados financieros, comunitarios e internacionales. Sin embargo, la eliminación de las barreras relativas a los procedimientos fiscales y la seguridad jurídica se sitúan claramente en la esfera de competencias del sector público. La eliminación de los obstáculos fiscales se conseguirá con la armonización de los procedimientos correspondiente. En cuanto a la problemática jurídica, las barreras legales reflejan las diferencias fundamentales en la construcción e interpretación de las normas que regulan el funcionamiento de los mercados financieros. La eliminación de dichos obstáculos requiere voluntad política por parte de los Estados para modificar la normativa nacional en materia de Derecho de sociedades y materia fiscal.

Los trabajos realizados destacan la ausencia de un marco común que defina el régimen jurídico de los valores. En este aspecto, se subraya la necesidad de modernizar sustancialmente la normativa reguladora. La constitución de un espacio financiero global requiere la adopción de un marco legal armonizado que regule la naturaleza de los derechos derivados de la adquisición de los valores anotados en cuenta. Se propone que la reforma se construya sobre cinco conceptos- los derechos de propiedad del inversor, protección contra la insolvencia del intermediario, transfer, protección de los adquirentes y protección del inversor¹²⁸ . En relación con el primer concepto los Grupos de trabajo

¹²⁸ Grupo Giovannini, Segundo Informe sobre el sistema comunitario de compensación y liquidación, p. 15, • investors' ownership rights: the extent and exact nature of the rights of investors whose securities are held on an account with an intermediary must be clear and transparent;
• protection from insolvency of the intermediary: that investors' assets are not available to the creditors of the intermediary nor to the intermediary itself;
• tradability: that dealings take place by debits and credits to the relevant account, and the bona fide acquirer can rely on such credits;
• protection for acquirers: that priorities between competing interests are determined by the order in which they are recorded to the relevant account; and

insisten que el alcance y la naturaleza de los derechos de titularidad (*investors' ownership rights*) que el inversor tiene sobre los valores anotados en cuenta estén claramente definidos y transparentes. En segundo lugar, se establece que los derechos del inversor deben ser protegidos contra la insolvencia del intermediario. En tercer concepto relativo al transfer exige que la post-contratación se realice con anotaciones de débito y de crédito en la correspondiente cuenta y que los derechos del *bona fide* adquirente están protegidos por la anotación de crédito. En cuarto lugar, se establece que las prioridades en casos de conflicto entre adquirentes se determinan por el orden por el que éstos han sido anotados en la cuenta correspondiente. El último punto hace referencia a la protección de los derechos del inversor y se estima que las cuentas electrónicas deben disponer de un mecanismo adecuado de protección para evitar un posible déficit en dicha cuenta. La adquisición de participaciones de una sociedad anónima otorga derechos políticos y económicos al comprador. Es imprescindible adoptar normas que garanticen a los accionistas el ejercicio de tales derechos¹²⁹. En este contexto, los expertos subrayan la necesidad de establecer estándares comunes que regulen los mecanismos de transferencia de la información relevante del emisor a los accionistas a través de la cadena de intermediarios¹³⁰.

Atención especial en los Informes de todos los Grupos de trabajo se presta a la problemática conflictual. Se desprende preocupación por parte de los expertos por la falta de criterios comunes que determinen la ley aplicable de todos los aspectos de la tenencia y el transfer de las participaciones societarias. A nivel comunitario, sin embargo, se han logrado progresos importantes con la adopción de normas especiales que ofrecen criterios armonizados. En este contexto, destacan el Reglamento (CE) n° 44/2001 del Consejo, 22 de diciembre del 2000,

• investor protection: that those maintaining securities accounts must have adequate protection mechanisms in place (including such as arise from being supervised) to avoid shortfalls and to deal with shortfalls should they occur.

¹²⁹ Legal Certainty Group Advice, pp. 84-88

¹³⁰ *Idem.*, pp. 89-93

relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil; Reglamento (CE) n° 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I); Reglamento (CE) n° 864/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio 2007 sobre la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II). Se contienen, asimismo, normas de conflicto en la Directiva 98/26/CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y en la Directiva 2002/47/CE sobre acuerdos de garantía financiera. Ambos textos intentan resolver problemática conflictual existentes, estableciendo que la ley aplicable se determina por la normativa del Estado en el que la cuenta de localiza o mantiene, art. 9.2 Directiva 98/26/CE y el art. 9 Directiva 2002/47/CE. El problema que se observa, sin embargo, surge de la formulación de la norma y su incoherencia con la realidad financiera- las cuentas electrónicas no tienen localización física.

Lamentablemente, las soluciones establecidas en la normativa comunitaria son insuficientes para la eliminación de las barreras legales existentes. Una respuesta compleja y completa de la problemática conflictual en cuestión la ofrece, sin embargo, la Convención de la Haya sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario, hecha el 5 de julio de 2006. El Convenio establece un criterio diferente basado en la autonomía de la voluntad que permite a las partes elegir la ley aplicable. Las soluciones que el texto convencional ofrece se elaboran por expertos en los temas tratados que toman en consideración la complejidad de operaciones transfronterizas, las diferencias entre los ordenamientos nacionales y la necesidad de un marco legal común que elimine la inseguridad jurídica y los riesgos añadidos. Las organizaciones internacionales y las instituciones comunitarias han declarado su apoyo al texto convencional. Lamentablemente, tan sólo 3 Estados han firmado la

Convención y hasta ahora, ningún país la ha ratificado. Es una norma del presente que sólo el tiempo mostrará si se aplicará en el futuro¹³¹.

SECCIÓN III. LAS PARTICIPACIONES SOCIETARIAS - NATURALEZA, NEGOCIACIÓN Y TRANSFER

Para el desarrollo de su actividad económica, las empresas necesitan capital que obtienen de los inversores a cambio de participaciones societarias. En una economía global las sociedades recaudan capital tanto en el Estado en el que operan, como fuera de él. Los inversores, por su parte, prefieren diversificar las inversiones, ofreciendo sus ahorros tanto a sociedades que actúan en su propio mercado, como a entidades que operan fuera de éste.

Las transacciones de capitales en los mercados actuales se realizan con una sorprendente rapidez que se ha conseguido con la introducción de cambios importantes en la estructura y la ejecución de las operaciones sobre valores negociables. Se emplean nuevas formas de representación de las acciones. La incorporación de las nuevas tecnologías en el proceso de ejecución de las operaciones ha tenido importantes consecuencias para la relación entre el emisor y el inversor. Los procesos de globalización y la creciente necesidad de seguridad jurídica han potenciado la hegemonía de los intermediarios. La compraventa de participaciones societarias puede tener carácter diferente en función del medio que se emplea. La adquisición directa no supone complicaciones adicionales, diferentes de las que ya existen en cualquier contrato mercantil de este tipo. Sin embargo, la transacción internacional de acciones de una sociedad cotizada realizada en un espacio electrónico desencadena una serie de relaciones que necesariamente se materializan en contratos de diferente índole, todos ellos relacionados con la tenencia y el transfer de los derechos sobre

¹³¹ La problemática conflictual que pretende resolver el Convenio de la Haya sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario se analiza con más detalle en el Capítulo III, punto 1.2. *Vid.* Capítulo I, Sección I, punto 3.8

valores anotados en cuenta. En las operaciones bursátiles interactúan la autonomía contractual y las normas imperativas que regulan el mercado bursátil. Las transacciones en los mercados regulados siguen una estructura previamente establecida por el legislador dentro de la que las partes implicadas disponen de una cierta libertad para regular su relación contractual. Dicha cadena de relaciones contractuales, que tiene como finalidad garantizar los intereses de todos los participantes y eliminar o por lo menos minimizar los riesgos que acompañan las operaciones bursátiles, ha creado nuevos problemas, problemas importantes que inciden con fuerza en el DIPr.

La problemática conflictual de la adquisición directa de participaciones societarias es distinta de la que se observa en la compraventa bursátil. La distinción se debe a la complejidad de las operaciones que se realizan en los mercados secundarios internacionales. La contratación bursátil obedece a normas estrictas que regulan todos y cada uno de los aspectos de la operación. La creciente modernización que se observa durante las últimas décadas ha llevado a cambios sustanciales en la estructura de la contratación bursátil. Se han establecido nuevas formas de representación de las acciones, se ha incorporado la figura del intermediario que con el transcurso del tiempo se ha convertido en partícipe indispensable cuya intervención ha eliminado por completo la relación entre el emisor y los inversores. Todas las particularidades en la estructura de las transacciones internacionales de valores son el tema del análisis que se realizará a continuación. La determinación de los elementos clave tiene como objetivo identificar los aspectos sobre los que versa la problemática conflictual en la contratación internacional de participaciones societarias.

Los mercados de capitales contemporáneos se caracterizan con el rápido procesamiento de enormes cantidades de datos. La eficacia del sistema y la globalización de los mercados financieros se deben, en gran medida al desarrollo tecnológico y la implementación de las nuevas tecnologías en el proceso de contratación, compensación y liquidación

de valores. Las operaciones en los mercados financieros internacionales raras veces se realizan con la entrega de los documentos físicos que certifican la calidad de accionista. La adquisición de valores se efectúa en el ciberespacio que proporciona rapidez, seguridad y efectividad a los participantes.

En el pasado la entrega o la liquidación de los valores del vendedor al comprador requería el traspaso físico de los documentos y los pagos se efectuaban normalmente con cheque. Este procedimiento provocó un colapso del sistema en los años 60 tal como ya se ha indicado en el punto 2 de la Sección I y obligó a todo el sector financiero a buscar nuevos métodos para la contratación y el transfer de los instrumentos financieros¹³². Como consecuencia se adoptan nuevos mecanismos que sustituyen un sistema de entrega física ya obsoleto. Los mecanismos electrónicos de compensación y liquidación, a pesar de las dificultades iniciales, encuentran un fuerte apoyo por todo el sector financiero. La operatividad del nuevo sistema se defiende enérgicamente en los trabajos de las instituciones y organizaciones comunitarias e internacionales, como el Informe de G30, los Informes del BCE, los estudios de la Comisión Europea y los Comités creados sobre funcionamiento del mercado financiero comunitario.

El sistema electrónico de compensación y liquidación ha supuesto un cambio radical en toda la estructura de las operaciones financieras y ha tenido incidencia directa sobre la naturaleza de las acciones y el carácter y el alcance de los derechos sobre valores anotados en cuenta. La adquisición ya no se constituye de dos etapas – uno de negociación y otro de entrega, sino de tres- negociación, contratación y post-contratación. La tercera etapa incluye los procesos de compensación y liquidación. Como consecuencia de la modernización los valores se han desmaterializado e inmovilizado en Depositarios Centrales, lo que ha llevado a la creación de nuevas categorías. Se distinguen los valores emitidos por la sociedad anónima de los derechos derivados de las acciones. Los primeros están desmaterializados y/o inmovilizados en un

¹³² Punto 2 de la Sección I

Depositorio Central, mientras que los segundos son el objeto de negociación y transmisión. Para determinar el régimen jurídico aplicable se ha de tener en cuenta si las acciones son fungibles o no. Los valores emitidos por la sociedad pueden ser o no tangibles, mientras que los derechos derivados son siempre intangibles. El carácter intangible de las acciones anotadas en cuenta ha cambiado los criterios para determina la ley aplicable, dejando obsoleto el criterio del *situs* como punto de conexión, tal como se desarrollará en el Capítulo Tercero.

El procedimiento electrónico ha creado, en siguiente lugar, un sistema más complejo de compensación y liquidación en el que el papel principal lo desempeñan los intermediarios. Se ha limitado el acceso directo de los inversores a los mercados regulados. Las transacciones de valores en los mercados internacionales se realizan a través de profesionales, brokers o bancos, que actúan en nombre de los inversores. Como consecuencia, se ha eliminado la relación directa entre el emisor y el inversor, lo que ha cambiado el esquema conflictual y los criterios para determinar la normativa aplicable. Se han establecido dos sistemas de tenencia de las acciones – el sistema de tenencia directa y el sistema de tenencia indirecta. Toda esta problemática incide de manera directa y con consecuencias trascendentales sobre el Derecho Internacional Privado y es objeto de análisis a continuación.

1. NATURALEZA DE LAS ACCIONES

Incidencia sobre la problemática material y conflictual de las operaciones transfronterizas tienen las particularidades de la naturaleza de las acciones¹³³. Las participaciones societarias son parte del capital de la sociedad anónima, son derechos personales, oponibles al emisor y son un bien transferible que forma parte del patrimonio del

¹³³ BENJAMIN, Joanna, *Financial Law*, *cit.*, pp. 333-361; GOODE, Roy, “The Nature and Transfer...”, *cit.*, pp. 107-130; PRETTO, Arianna, “Comparative Personal Property- The Case of Shares”- *Global Jurist Advances*, Vol. 1, Issue 1, 2001, Article 2, pp. 13-20

inversor¹³⁴. Estos dos aspectos de la naturaleza de las acciones predeterminan las diferencias en su reglamentación jurídica. El primer y el segundo aspecto, la acción como participación societaria y como conjunto de derechos y obligaciones oponibles al emisor, se regula por la *lex societatis*, mientras que el tercer aspecto, por la normativa que rige el régimen jurídico de la propiedad.

El objeto del presente trabajo no es estudiar las características distintivas y los conflictos relacionados con las acciones como conjunto de derechos regulados por la *lex societatis*, sino analizar la problemática material y conflictual de las acciones como objeto de negociación y transfer. Sin embargo, es inevitable presentar los aspectos más relevantes de las participaciones societarias como parte del capital de la sociedad, por la influencia, en mayor o menor medida, que ejercen sobre la naturaleza y el alcance de tenencia y el transfer de los derechos negociables¹³⁵.

Esta doble naturaleza permite calificar las acciones como un conjunto de derechos intangibles oponibles al emisor y susceptibles de ser objeto de tenencia y transfer en los mercados financieros internacionales. La relación jurídica entre el emisor y el inversor vista desde la perspectiva de la *lex societatis* no es objeto del presente estudio. Los cambios que se observan en el desarrollo de los mercados financieros durante las últimas décadas inciden significativamente tanto sobre la naturaleza de dicha relación, como en el carácter de las acciones como propiedad.

El sistema centralizado y la participación obligatoria de intermediarios inciden sobre la naturaleza del objeto de negociación. Los valores se centralizan en un único órgano que ejerce control y supervisión sobre todo el proceso de tenencia y transfer de los derechos negociables. Los valores subyacentes que la sociedad anónima emite,

¹³⁴ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...*cit.*", p. 4, PRETTO, Arianna, "Comparative Personal Property...", *cit.*, pp. 14

¹³⁵ SOMMER, Joseph H., "International securities holding and transfer law", *AJICL*, N° 18, 2001, pp. 685-710, p. 688

inmovilizados o desmaterializado, se depositan en el Depositario central. La adquisición que realizan los miembros del Depositario central se anota en el registro contable con los correspondientes asientos de débito y crédito. A partir de este momento, objeto de propiedad y transfer no son las acciones depositadas, sino los derechos derivados de los valores subyacentes. Como consecuencia, en algunos ordenamientos, como en el Derecho norteamericano, art. 8 UCC, se han creado nuevos conceptos que distinguen los derechos de propiedad sobre los valores subyacentes de la persona inscrita en el registro del emisor de los derechos personales del inversor final que éste tiene exclusivamente contra su intermediario. En este nuevo sistema la propiedad ya no son los títulos que incorporan los derechos y las obligaciones del accionista, sino derechos derivados de las acciones.

Consecuencia directa de la modernización del sistema de tenencia y transfer de los valores son los cambios que se observan en la relación entre el emisor y el inversor. La cadena de intermediarios ha eliminado la relación directa en ellos. El adquiriente final no consta en los registros de la sociedad emisora, lo que significa que a efectos de la *lex societatis* el inversor no se considera accionista. El accionista es la persona que consta en registro de la sociedad- el participante del depositario central. Sin embargo, la inversión que realiza el adquiriente, la hace con el fin de obtener unos beneficios. Todas las transacciones efectuadas en los mercados financieros internacionales, se hace con el fin de obtener beneficios económicos. La persona interesada invierte con el propósito de poder gozar de los derechos y obligaciones que tiene un accionista- participar en la toma de decisiones de la sociedad y recibir dividendos de la actividad comercial de la sociedad.

La modernización del sistema ha cambiado la estructura de la relación, pero no su naturaleza. El inversor sigue siendo la persona que obtiene los beneficios políticos y económicos a pesar de que para la sociedad emisora no es el accionista legitimado. El ejercicio de tales derechos se efectúa por delegación. Los dividendos se entregan al intermediario/s que los entrega al adquiriente. En relación con los

derechos políticos, la participación en la Asamblea Anual de Accionistas se realiza o bien, por el intermediario que aparece como accionista legitimado en el registro de la sociedad y cumple las ordenes del inversor, o bien, por el mismo adquiriente final que actúa como representante de la persona que aparece en dichos registros como accionista¹³⁶.

El objeto de este estudio es la problemática material, pero sobre todo, conflictual, relacionada con la tenencia y el transfer de las participaciones societarias en los mercados financieros internacionales. La relación entre el emisor y el inversor los problemas relativos a la emisión, el tipo y clase de acciones quedan fuera del presente análisis. En este contexto, el profesor Joseph H. Sommer ofrece un ejemplo muy ilustrativo de las diferencias en la problemática de las acciones como participación societaria y como objeto de propiedad y la atención que merece cada una de ellas. El autor estima que “para entender todo esto mejor, resulta útil imaginar las normas que regulan el transfer y la tenencia de los valores como una maleta, llena de derechos. El contenido de la maleta es, sin lugar a duda, importante. Al fin y al cabo, nadie necesita poseer una maleta si no es para ordenar, controlar y transferir su contenido. Pero cuando controlamos y transferimos su contenido, no nos interesa que hay empaquetado en la maleta. Tan sólo nos interesan las características externas de la maleta: su peso, sus asas, su forma y el volumen, de igual manera que nos interesa el derecho que regula la tenencia y el transfer de los valores. Adquirimos o transferimos los valores en función de sus particulares beneficios económicos que nos aportan. Estos beneficios quedan muy alejados de los mecanismos de tenencia y transfer. Para los objetivos de este artículo no nos interesa los beneficios que aportan los valores, tan sólo consideramos las normas que regulan la tenencia, el transfer y los derechos derivados”¹³⁷.

¹³⁶ DONALD, David C., “The Rise and Effects...”, *cit.*, pp. 23-39

¹³⁷ SOMMER, Joseph H., “International securities holding...”, *cit.*, p. 689, “*To understand this better, it may be useful to view the law of securities transfer and holding as a suitcase, full of legal rights. The contents of a suitcase are certainly important. After all, nobody would own a suitcase without intending to pack,*

El trabajo analiza las acciones como propiedad y no como parte del capital de la sociedad o como conjunto de derechos y obligaciones oponibles al emisor. Las últimas dos características de la naturaleza de las acciones se estudiarán sólo en su relación con el tercer aspecto, objeto de la presente tesis. Queda excluida del tema la problemática material y conflictual de las participaciones societarias como conjunto de derechos y obligaciones oponibles al emisor y como parte del capital de la sociedad anónima. En el primer punto se hará una breve presentación de las acciones como participación societaria. A continuación, se expone la problemática material y conflictual, relacionada con las acciones como propiedad- la tenencia, la negociación y el transfer de los derechos negociables.

1.1. LAS ACCIONES COMO PROPIEDAD

Por el crédito que presta a la sociedad, el inversor recibe participaciones societarias que, si desea, puede vender en los mercados regulados o fuera de ellos. La posibilidad de transferir las acciones se determina por el segundo aspecto de la naturaleza de las participaciones societarias- que son un bien sobre el que el inversor tiene determinados derechos de propiedad. La naturaleza y el alcance de estos derechos difieren en cada Estado, obedeciendo a las particularidades del ordenamiento jurídico correspondiente. A pesar de dichas diferencias, los valores se pueden clasificar en distintos grupos en función de un aspecto determinante de su naturaleza.

La adquisición de participaciones societarias confiere al inversor un conjunto de derechos y obligaciones relacionados con su estatus de accionista. La adquisición se considera completada una vez transferida

control and transfer its contents. But when we are controlling and transferring the contents of a suitcase, we do not care about what we have packed into the suitcase. We only care about the external characteristics of the suitcase: its weight, its handles, its shape, and its volume, as similar to the law of securities holding and transfer. We only hold or transfer securities because of the particular economic benefits conveyed by the securities. However, these benefits are vey separate form the mechanism of holding and transfer. For purpose of this Article, we do not care about the benefits of securities; we only consider the rules governing holding, transfer, and securities interests.”

la propiedad de los valores. Por lo tanto, el inversor puede ejercer los derechos políticos sólo si la propiedad sobre los valores ha pasado del vendedor al comprador. Consecuentemente, con la adquisición de participaciones societarias el inversor adquiere, por un lado, determinados derechos políticos y por otro, un derecho real sobre las acciones. Los primeros se rigen por la *lex societatis*, mientras que los segundos obedecen a las normas que regulan los derechos reales. Los derechos reales, *in rem*, se pueden hacer valer contra todos, a diferencia de los derechos personales, *in personam*, que son oponibles a personas concretas¹³⁸. La propiedad es distinta de la posesión. La posesión es la relación jurídica entre una persona y un bien tangible. La posesión requiere el ejercicio de control físico sobre el bien, junto con la intención de poseer¹³⁹.

1.1.1. LOS PROCESOS DE DESMATERIALIZACIÓN E INMOVILIZACIÓN

La eliminación del soporte físico con la incorporación del sistema electrónico de compensación y liquidación incide de manera determinante sobre la forma de representación de los valores. Por el ciberespacio se transmiten datos, pero no objetos materiales. La implementación de las nuevas tecnologías en los mercados financieros ha obligado a los participantes a adaptar los valores a la técnica de transfer. Las acciones son un conjunto de derechos y obligaciones que la sociedad emisora otorga al inversor a cambio del reembolso de una determinada cantidad de dinero. En su principio, con el fin de facilitar las transacciones de los valores, estos derechos y obligaciones se

¹³⁸ BENJAMIN, Joanna, *Financial Law*, cit., pp. 334-335

¹³⁹ BENJAMIN, Joanna, *Financial Law*, cit., p. 335, DABIN, Léon, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, 2004, Larcier, Bruselas, p. 170 y sigs.; DIEZ-PICAZO Y PONCE DE LEON, Luis, GULLON BALLESTEROS, Antonio, *Sistema de Derecho Civil: Vol. I: Introducción. Derecho de la persona. Autonomía privada. Persona jurídica*, Tecnos, 2003, pp. 109 y sigs; MARTÍN PÉREZ, Antonio, “Título V. De la posesión”, en ALBALADEJO Manuel/ DIEZ ALABART, Silvia *Comentarios al código Civil*, Tomo VI, Artículos 430 a 466 del Código Civil, Edersa, 2005; Vázquez Iruzubieta, Carlos, *Derechos reales. Bienes, dominio, posesión, servidumbres, usufructo, uso y habitación*, Editorial vLex, 2008, pp. 3 y sigs; Montés Penadés, Vicente Luis, “Artículo 348 y 349”, *Comentarios al Código Civil - Tomo V, Vol 1º: Artículos 333 a 391 del Código Civil*, 2ª edición, 2008

incorporaron en papel, en un soporte físico. El empleo del título se ha quedado obsoleto, sin embargo, con la implementación del sistema electrónico de compensación y liquidación. La causa primordial de la computarización de los valores es la necesidad de eficiencia en la contratación, compensación y liquidación de los instrumentos financieros, en concreto, de las acciones. Como consecuencia se han creado tres nuevos métodos que permiten la circulación electrónica de las acciones- la desmaterialización o desincorporación, la inmovilización y la anotación de las acciones en cuenta¹⁴⁰.

El transfer de acciones a través de anotaciones en cuenta se realiza, empleando un sistema electrónico, denominado sistema de liquidación. Cuando el participante A quiere transferir acciones al participante B, ambos envían al sistema de liquidación órdenes electrónicos de ejecución. En cumplimiento de las órdenes, en la cuenta del participante A se realizan anotaciones de crédito y en la cuenta del B, de débito. Con este sistema el transfer de la propiedad se realiza no con la entrega del título sino a través de anotaciones contables en las cuentas electrónicas de los participantes en la transacción. Este método se emplea tanto en las operaciones puramente domésticas, como en las transacciones internacionales¹⁴¹.

El informe de G30 de 1989 define la desmaterialización como “La eliminación de los certificados físico o los títulos que certifican la propiedad sobre los valores, de modo que los valores existen tan sólo en

¹⁴⁰ BENJAMIN, Joanna/ YATES, Madeleine/MONTAGU, Gerald, *The law of global custody*, *cit.*, pp. 13-15; BERNASCONI, Christophe “The Hague Securities Convention”, en *Current Developments in Monetary and Financial Law*, Fondo Monetario Internacional, Vol. 5, 6 de noviembre de 2008, p. 579 ; GOODE, Roy, “The Nature and Transfer...”, *cit.*, p. 110; SIFMA, *Securities dematerialization, White Paper*, 5 de junio 2000, p. 30, <http://www.sifma.org/services/techops/pdf/dematerialization.pdf>; GOODE, Roy/KANDA, Hideki/KREUZER, Karl, *Explanatory Report...cit.*, p. 10; MICHELER, Eva, “Doctrinal Path Dependence...”, *cit.*, p. 44

¹⁴¹ BERNASCONI, Christoph/ POTOK, Richard/ MORTON, Guy, “General Introduction...”, *cit.*, pp. 13-19; GOODE, Roy, “The Nature and Transfer...”, *cit.*, p. 110; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El Convenio de La Haya...”, *cit.*, pp. 166-167; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “Direct and indirect holding...”, *cit.*, MOONEY, Charles W., Jr “Beyond negotiability...”, *cit.*, p. 316-325; KUMPAN, Christoph, “Carrot and Stick – The EU’s Response to New Securities Trading Systems”, *ECFR* 4/2006, pp. 383-407; PAZ ARES, Cándido, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “Conflictos de leyes...”, *cit.*, pp. 1479-1519; PEACH, Philipp, UNIDROIT Secretariat, “Explanatory Notes...”, *cit.*, pp. 36-50; ROGERS, James Steven, “Conflict of laws for transactions...”, *cit.*, pp. 1-5

forma de datos electrónicos”¹⁴². La desincorporación es el proceso en el que la sociedad anónima emite las acciones sin incorporarlas en un soporte físico, sin emitir títulos. La emisión se realiza con las correspondientes anotaciones contables. Al adquiriente simplemente se le informa que por la inversión que ha realizado le han sido emitidos acciones de determinada clase. Con la desincorporación los títulos se sustituyen por anotaciones electrónicas en cuenta.

La desmaterialización, en un principio, no afecta a la relación directa entre el inversor y la sociedad emisora, mientras que la inmovilización sí que incide sobre ésta, eliminando el lazo directo entre el adquirente y el emisor¹⁴³. En su Informe de 1989 el G30 define la inmovilización como “el depósito de títulos con el fin de eliminar el transfer de documentos físicos”¹⁴⁴. La inmovilización es el proceso en el que gradualmente se reduce la circulación de los títulos, esto es, los valores emitidos por la sociedad anónima en forma de título se depositan en un Depositario central de valores. Con la inmovilización los valores representados por medio de títulos siguen existiendo, sólo que no circulan en el espacio financiero, no se traspasan del vendedor al comprador en los mercados secundarios. Se guardan en un depositario que utiliza el sistema electrónico de liquidación. Los derechos de propiedad sobre las acciones inmovilizadas se transfieren con la anotación contables de crédito y débito en las cuentas de los participantes¹⁴⁵. El proceso de desmaterialización requiere que los valores estén previamente emitidos en forma de títulos. El soporte material, el título, se inmoviliza con el depósito en una institución especializada y autorizada por ley¹⁴⁶.

La inmovilización puede ser obligatoria y permanente u opcional y revocable. En el primer caso, la nueva emisión de acciones se deposita

¹⁴² Informe G30: “*The elimination of physical certificates or documents of title which represent ownership of securities so that securities exist only as computer records.*”

¹⁴³ GOODE, Roy, “The Nature and Transfer...”, *cit.*, p. 111

¹⁴⁴ Informe G30: “*The storage of securities certificates in the vault in order to eliminate physical movements of certificates / documents on transfer of ownership.*”

¹⁴⁵ Se anotan, asimismo, las operaciones de garantía sobre valores. Puesto que la pignoración no es objeto de este estudio, el tema se deja sin mencionar

¹⁴⁶ La naturaleza y las funciones de los Depositarios Centrales se analiza a continuación

en su totalidad en el Depositario Central representada por un único certificado global¹⁴⁷. El segundo supuesto, incluye los casos en los que los valores representados a través de títulos pueden ser depositados en un intermediario con la condición de que estos mismos o sus equivalentes podrán ser retirados en cualquier momento. En el primer tipo, los valores están inmovilizados desde el principio y no se pueden incorporar en títulos, mientras que en el segundo, la inmovilización es temporal, realizada por el inversor que en todo momento puede exigir un título representativo. El sistema de inmovilización se aplica en Alemania y en Austria, que en vez de eliminar los títulos, han preferido inmovilizarlos¹⁴⁸. Mientras que en Gran Bretaña las acciones intermediadas son valores desmaterializados¹⁴⁹.

La inmovilización de las acciones tiene consecuencias legales y prácticas. En primer lugar, el depósito de los títulos en un DCV, se realiza siempre en función de los términos del contrato y la ley aplicable. El inversor pierde su titularidad sobre los valores depositados y se convierte en titular de la cuenta en la que se anotan los derechos derivados de dichos valores. Si la normativa aplicable así lo establece, en el caso en el que los valores han sido depositados en un *global note*, el inversor adquiere derechos de copropiedad sobre el conjunto de acciones fungibles de la misma clase. En siguiente lugar, como consecuencia de la inmovilización, la representación de los valores es a través no de títulos, sino de anotaciones en cuenta. Por lo tanto, el transfer de las acciones se realiza no con la entrega de los títulos, sino con la correspondiente anotación en las cuentas de los participantes en la operación. Consecuentemente, en relación con la determinación de la ley aplicable, la localización, el *situs*, de los títulos ya no es relevante. Para la determinación de la ley aplicable a los derechos derivados de los valores se emplean otros criterios que se presentan a continuación.

¹⁴⁷ BENJAMIN, Joanna/ YATES, Madeleine/ MONTAGU, Gerald, *The law of global custody*, cit., pp. 14, 21; GOODE, Roy, "The Nature and Transfer...", cit., p. 111

¹⁴⁸ MICHELER, Eva, "Doctrinal Path Dependence...", cit., p. 45-48

¹⁴⁹ *Idem*, pp. 29-33

1.1.2. *DISTINCIÓN ENTRE VALORES SUBYACENTES Y DERECHOS DERIVADOS*

Los procesos de inmovilización y desmaterialización inciden significativamente sobre la naturaleza de las acciones. Consecuencia importante es que no se transfieren valores sino derechos derivados de las acciones. En este contexto es importante distinguir entre valores que están en posesión del inversor y acciones que se adquieren por mediación de profesionales. En el primer supuesto, la relación entre el inversor y la sociedad emisora queda intacta, mientras que en el segundo, la relación directa entre estos dos partícipes se transforma. La relación no desaparece sino que pasa de directa a indirecta. Esto es, entre el inversor y el emisor existe una cadena de intermediarios que realizan las anotaciones de crédito y débito en las cuentas del comprador y del vendedor. Con dichas anotaciones no se transfieren los valores, puesto que éstos han sido previamente inmovilizados o desmaterializados. Lo que se anota en las cuentas electrónicas son los derechos derivados de las acciones. Consecuentemente, los *derechos derivados* son los activos financieros que el intermediario adquiere y mantiene a nombre y/o por cuenta del inversor¹⁵⁰. Desde el punto de vista jurídico, estos activos financieros no son los mismos que los valores subyacentes. Por ejemplo, en relación con acciones de una sociedad anónima española el participante en Euroclear, el Depositario Central Internacional, constituido de acuerdo con el Derecho belga, tiene derechos derivados que son derechos intangibles y fungibles. Se constituyen conforme al Derecho belga y las anotaciones se realizan, respetando la normativa correspondiente belga. Los derechos derivados son distintos de los derechos subyacentes que se constituyen de acuerdo con el Derecho español y se depositan en Euroclear. Estos derechos están incorporados en los títulos que se inmovilizan en el

¹⁵⁰ BENJAMIN, Joanna, "Cross-border electronic transfer in the securities markets", Symposium on Borderless Electronic Commerce, en *The International Lawyer*, 2001, N° 35, pp. 31-46, p. 35

Depositorio Central Internacional (DCI) y por esto, los activos financieros depositados son valores tangibles.

A pesar de que los derechos subyacentes y los derechos derivados son distintos, desde el punto de vista jurídico, las consecuencias económicas no difieren. Por un lado, los activos financieros del inversor, sean tangibles o intangibles, están protegidos en caso de insolvencia del intermediario¹⁵¹. Por otro lado, el titular de los derechos derivados tiene que asumir los mismos riesgos y goza de los beneficios que proporcionan los derechos subyacentes¹⁵². Tanto el titular de la cuenta contable en la que están anotadas las acciones, como la persona que posee los títulos pueden ejercer los derechos políticos que les otorga la adquisición de participaciones societarias y recibir los beneficios de la actividad económica de la sociedad.

En la normativa española falta una regulación específica de los derechos derivados. La naturaleza y el alcance de esta modalidad se desarrollan con detalle en ordenamientos jurídicos que destacan por tener un sistema financiero más desarrollado. La normativa estadounidense regula la tenencia y el transfer de los derechos sobre valores anotados en cuenta en el art. 8 UCC. En la normativa belga los derechos derivados se regulan en el *Arrêt Royal N°62* de noviembre 1976, mientras que en Holanda se rige por la Ley de Supervisión financiera (*Wet op het financieel toezicht (Wft)*)¹⁵³. En la normativa canadiense las normas sobre los derechos derivados se encuentran en el apartado 6 del *Securities Transfer Act*¹⁵⁴.

¹⁵¹ *Idem*, p. 35

¹⁵² DONALD, David C., "The Rise and Effects of the Indirect Holding System - How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries", SSRN, 2007, en SSRN-id1020320.pdf, pp. 23-39

¹⁵³ Bélgica: *Royal Decree N°62* de noviembre 1976, Holanda- *Wet op het financieel toezicht (Wft)*, Ley de Supervisión financiera, de 12 de octubre 2006. Información completa sobre la normativa financiera holandesa se puede consultar en la página web del Ministerio de Finanzas de Holanda: http://www.minfin.nl/english/Subjects/Financieel_markets/Financieel_supervision/Publications

¹⁵⁴ Canadá: *Securities Transfer Act*, S.O. 2006, CHAPTER 8, en vigor desde el 1 de Julio 2007, http://www.e-laws.gov.on.ca/html/statutes/english/elaws_statutes_06s08_e.htm; Canadian Securities Administrators' Uniform Securities Transfer Act, Task Force, "Proposal for a modernized uniform law in Canada governing the holding, transfer and pledge of securities", Consultation paper, 1 de agosto 2003, http://www.osc.gov.on.ca/MarketRegulation/SpecialProjects/usta/usta_20030801_consultation-paper.pdf; CROWFORD, Bradley, "The "PRIMA" Convention...", *cit.*, p. 166; SCAVONE, Robert M., "The New Ontario Securities Transfer Act, 2005: The Coming Revolution in the Law of Securities Transfers", Ontario Bar Association, Institute of Continuing Legal Education, Business Law, 24 de enero 2006,

1.1.2.1. ART. 8 UCC

Los derechos derivados (*security entitlement*) se definen en la sección 8-102(a)(17) UCC como los derechos y los derechos de propiedad de la persona que posee el valor u otro instrumento financiero depositado en un intermediario¹⁵⁵. La persona cuyo nombre está inscrito en el registro del intermediario se define como "*entitlement holder*" o el titular de la cuenta contable. El *security entitlement* son un conjunto de derechos que la persona tiene contra su intermediario en relación con las posiciones que el broker mantiene en la cuenta contable a favor de su cliente. Este conjunto de derechos no es transferible, esto es, no puede ser objeto de negociación y transfer. La adquisición de los derechos derivados no significa que se traspasan del comprador al vendedor los derechos contra el intermediario. La operación supone la eliminación de los *securities entitlement* que el vendedor tiene contra su broker y la creación de unos nuevos *securities entitlement* a favor del comprador *vis a vis* su intermediario.

Los derechos derivados se adquieren o constituyen con la anotación de crédito en la cuenta contable del inversor por parte del intermediario. Consecuentemente, el *security entitlement* constituye todos los derechos y obligaciones que tiene el titular de la cuenta, *entitlement holder*, oponibles a su intermediario en el sistema de tenencia indirecta de valores. El titular de la cuenta no tiene derechos de propiedad sobre los valores subyacentes, que pertenecen a la persona que está inscrita en el registro del emisor como titular de las acciones. Sin embargo, el inversor final sí que se le concede el beneficio de ejercer los derechos políticos derivados de la adquisición de las acciones¹⁵⁶.

http://www.mcmillan.ca/Upload/Publication/RScavone_TheNewSecuritiesTransferAct2005_0106.pdf;
SPINK, Eric T., "The influence of UCC Article 8 on Canadian Securities Transfer Law: Is there room for a Canadian dialect in global commercial language?", Canadian Institute for the Administration of Justice, Publication LD 83, disponible en: <http://www.ciaj-icaj.ca/english/publications/LD83Spink.pdf>

¹⁵⁵ La sección 8-102(a)(17) UCC entiende por "security entitlement" rights and property interest of a person who holds a security or other financial asset through a securities intermediary.

¹⁵⁶ DONALD, David C., "The Rise and Effects...", *cit.*, pp. 30-32

1.1.3. ACCIONES TANGIBLES/ ACCIONES INTANGIBLES

El desarrollo histórico de las acciones pasa por tres etapas. En su origen eran derechos y obligaciones intangibles que se incorporaron en un documento con el fin de facilitar su transmisión¹⁵⁷. A este documento, un bien tangible, con el paso del tiempo, se le reconoció el carácter de valor negociable. La modernización tecnológica y la globalización de los mercados de capitales han invertido en el proceso, eliminando el soporte material. Los valores anotados en cuenta son bienes, susceptibles de ser objeto de posesión y propiedad, que carecen de forma física. Consecuentemente, la primera clasificación se hace en función del modo del transfer¹⁵⁸. Así, se distingue entre valores tangibles e intangibles. Los valores tangibles están incorporados en un documento negociable y se transfieren con la entrega del título¹⁵⁹. Los valores intangibles, por otro lado, no están incorporados en un documento físico y se transfieren a través de anotaciones en el correspondiente registro. En el Derecho español acciones tangibles son tanto las acciones al portador, como las nominativas. Ambos se transfieren con la entrega o con entrega y endoso. Mientras que como valores intangibles se clasifican las acciones anotados en cuenta cuyo transfer se realiza con las correspondientes anotaciones en la cuentas del vendedor y del comprador y, en las circunstancias indicadas en la normativa nacional, en los registros del emisor¹⁶⁰.

La desmaterialización elimina el transfer de los valores tangibles que incorporan los derechos políticos y los derechos de propiedad que tiene su titular. Las mismas consecuencias tiene el proceso de

¹⁵⁷ PAZ ARES, Cándido, "La desincorporación del título valor (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)"- El nuevo mercado de valores: seminario sobre el nuevo Derecho español y europeo del Mercado de Valores, 1995, pp. 81-106, Texto de la Conferencia dictada en el Colegio Notarial de Madrid en día 21 de febrero de 1995. El artículo está publicado, asimismo, en la Revista de derecho mercantil, N° 219, 1996, pp. 7-34., p. 8; SANCHEZ ÁNDRES, Aníbal, "Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta", *RDMV*, 2007; (1), pp. 3-37, p. 3

¹⁵⁸ BENJAMIN, Joanna/ YATES, Madeleine/ MONTAGU, Gerald, *The law of global custody*, *cit.*, pp. 17-18; GOODE, Roy, "The Nature and Transfer...", *cit.*, p. 109

¹⁵⁹ GOODE, Roy, "The Nature and Transfer...", *cit.*, p. 109; PÉREZ MILLÁN, David, "La transmisión de acciones representadas mediante títulos-valores", *RDM*, 2007 Núm. 264/265, pp. 413-444

¹⁶⁰ El tema se desarrolla con más detalle a continuación.

inmovilización en el que los derechos subyacentes se inscriben en una cuenta global en la que el adquirente posee derechos sobre determinados valores. Puesto que los valores que el inversor compra no están incorporados en un soporte físico, en papel, los activos adquiridos son activos intangibles.

En el ordenamiento español, arts. 5-12 LMV, arts. 51-52 LSA, se establece que las acciones pueden ser representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta. El término “representación” significa que los derechos y obligaciones que la adquisición de las acciones otorga al accionista *vis a vis* el emisor están incorporados en un soporte físico (el título) o electrónico (la cuenta contable)¹⁶¹. Consecuentemente, los valores representados en títulos se consideran bienes tangibles.

En el Derecho inglés las acciones representadas por medio de títulos tienen características particulares. Se distinguen dos tipos- *unregistered* y *registered securities*. Para ambos tipos los titulares de los valores pueden exigir la entrega de un certificado. El certificado que se emite en relación con los segundos no es un título en el que se incorporan los derechos y las obligaciones. Es una simple prueba de titularidad, esto es, los derechos y las obligaciones no se transfieren con la entrega del certificado¹⁶². Los *registered securities*, certificados o no, son valores intangibles y sólo los *unregistered securities*, representados por un certificado negociable, se consideran tangibles. Los valores representados por medio de títulos se consideran bienes intangibles puesto que entran en la categoría de los *choses in action*. En el Derecho inglés los *choses in action* son obligaciones personales que no se pueden transferir con cesión. Históricamente, el transfer era posible con el consentimiento del deudor. Este método, denominado “novación”, tal y como se presenta en la Sección II punto 1, permite al deudor terminar

¹⁶¹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit.*, p. 4

¹⁶² GOODE, Roy, "The Nature and Transfer...", *cit.*, p. 109; MICHELER, Eva, "Doctrinal Path Dependence...", *cit.*, p. 28, 30; MICHELER, Eva, *Property in securities: a comparative study*, 2007, Cambridge University Press, p. 21, 25

la relación con el vendedor y entrar en una nueva relación con el comprador¹⁶³.

Al contrario, en el Derecho Norteamericano los certificados que se entregan al inversor, sean de *registered* o de *unregistered securities*, se considera que incorporan los derechos y las obligaciones derivados de la adquisición de los valores, lo que permite al titular traspasarlos con endoso o con en entrega del soporte material. Consecuentemente, en el Derecho estadounidense las acciones representadas por un certificado se consideran valores tangibles¹⁶⁴. En Alemania y Austria las acciones representados mediante títulos, al portador o nominativas, son bienes tangibles. Los derechos incorporados en el documento se transfieren con la entrega de este, en caso de acciones al portador, y con la entrega y el endoso, en caso de acciones nominativas¹⁶⁵.

1.1.4. LAS ACCIONES COMO BIENES FUNGIBLES

La inmovilización de las acciones elimina el transfer de los títulos e incide de manera transcendental sobre la naturaleza de la las acciones. Las acciones de determinada clase que la sociedad emite se inscriben en el depositario central. El registro se hace en una única cuenta global a nombre del primer adquiriente que consta en el registro de la sociedad como titular de las acciones. En algunos ordenamientos los derechos del inversor se inscriben tanto en la cuenta del intermediario como en el registro del Depositario Central¹⁶⁶. De acuerdo con la normativa aplicable, la cuenta en la que se anotan las acciones puede tener carácter fungible o no-fungible.

¹⁶³ ASÍS SANCHO REBULLIDA, Francisco de, “Sección VI. De la novación”, en ALBALADEJO Manuel, DIEZ ALABART, Silvia, *Comentarios al código Civil*, Tomo XVI, Vol 1º: Artículos 1156 a 1213 del Código Civil, 2ª edición, Enero 1991; CRISTÓBAL-MONTES, Ángel, “La llamada novación modificativa en el Derecho Civil español”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, Núm. 498, Septiembre - Octubre 1973; GETE-ALONSO Y CALERA, María del Carmen, “Apuntes para una explicación de la modificación y novación de la relación obligatoria”, Homenaje al profesor Juan Roca Juan, 1989, pp. 303-320; MICHELER, Eva, *Property in securities...*, *cit.*, p. 21

¹⁶⁴ GOODE, Roy, “The Nature and Transfer...”, *cit.*, p. 109

¹⁶⁵ MICHELER, Eva, “Doctrinal Path Dependence...”, *cit.*, p. 36

¹⁶⁶ BERNASCONI, Christoph, *The law applicable to dispositions...*, *cit.*, p. 10

Los bienes son fungibles cuando cada una de las unidades que forman el bien es intercambiable con cada una de las demás¹⁶⁷. Esto es, si el deudor está obligado a devolver el mismo bien que le ha sido entregado, se trata de un bien no-fungible. Mientras que si el deudor ha de devolver un bien de la misma calidad y con las mismas características, entonces el activo es fungible. Por lo tanto, carácter fungible pueden tener tanto los bienes tangibles, como los activos intangibles. Para esto es imprescindible que el objeto de negociación y transfer pueda ser dividido en unidades que tengan integridad física y/o jurídica y puedan, por su parte, ser objeto de propiedad¹⁶⁸. Las acciones son fracciones del mismo activo, el capital de la sociedad anónima. Con el pago del precio de las acciones el inversor adquiere determinados derechos y obligaciones estipulados en los estatutos y en la normativa aplicable. Estos derechos y obligaciones son objeto de negociación y transfer. Los derechos negociables intangibles son valores fungibles en sentido que las acciones de una determinada edición y clase no pueden ser distinguidas una de otra y, por lo tanto, se consideran equivalentes. Sin embargo, si están numeradas y contienen datos que identifican el titular, entonces las participaciones societarias son activos no fungibles.

En relación con los valores anotados en cuenta, el Banco de Pagos Internacionales define la fungibilidad como “concepto que caracteriza el método de tenencia de valores por parte de un DCV u otro intermediario financiero por el que todos los valores físicos o desmaterializados de un conjunto de emisiones se reúnen en grupos

¹⁶⁷ GOODE, Roy, “Are intangible assets fungible?”, *LMCLC*, N° 3, 2003 , pp. 379-388, p. 383. En el derecho español la distinción entre bienes fungibles y no-fungibles se hace en el art. 337 CC. La norma establece que “Artículo 337. Los bienes muebles son fungibles o no fungibles. A la primera especie pertenecen aquellos de que no puede hacerse el uso adecuado a su naturaleza sin que se consuman; a la segunda especie corresponden los demás”. La doctrina española critica severamente la definición que hace el legislador, sosteniendo que la norma no describe los bienes fungibles de los no fungibles, sino que define los bienes consumibles. ALBALADEJO, MANUEL, *Derecho civil*, Barcelona: Edisofer, 2009; Díez-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis/GULLÓN BALLESTEROS, Antonio, *Sistema de Derecho Civil: Vol. I: Sistema de derecho civil. Vol. 3, Derecho de cosas y derecho inmobiliario registral*, Tecnos, 1990; SANTOS BRIZ, Jaime, “Artículo 337”, en ALBALADEJO Manuel, DIEZ ALABART, Silvia, *Comentarios al Código Civil*, Tomo V, Vol 1º: Artículos 333 a 391 del Código Civil; VÁZQUEZ IRUZUBIETA, Carlos, *Derechos reales...*, cit.

¹⁶⁸ GOODE, Roy, “Are intangible assets fungible?”, *cit.*, p. 383

fungibles separados. Ningún propietario tiene derecho a ningún título físico o desmaterializado específico de un grupo determinado, pero sí tiene derecho a la cantidad de valores físicos o desmaterializados que se indique en su cuenta con una CDV u otro intermediario financiero”¹⁶⁹. El depósito de los derechos negociables implica la custodia de valores intercambiables que pertenecen a la misma edición y clase que se inscriben en una cuenta *ómnibus* y se transfieren sin la necesidad de realizar procedimientos administrativos concretos. De esta manera las anotaciones por el transfer de los valores se efectúan entre los clientes del mismo intermediario sin que esto implique cambios en el registro del emisor, en caso de acciones nominativas, y sin la entrega del título representativo, en caso de acciones al portador¹⁷⁰. En el sistema indirecto de tenencia y transfer de valores los derechos del inversor proceden de la cuenta contable, y no del certificado¹⁷¹.

El empleo de las cuentas fungibles es consecuencia lógica del desarrollo del sistema financiero. La crisis económica en Alemania después de la Primera Guerra Mundial obliga a los bancos germanos a centralizar la custodia de los valores¹⁷². Por otra parte, la crisis de papel de 1968 provoca cambios radicales en el sistema de depósito y custodia de los valores¹⁷³. El volumen de las transacciones se incrementa drásticamente y el sistema de transfer de los documentos físicos, aplicado hasta el momento, es del todo insostenible. La solución ha sido la eliminación del soporte físico y la custodia de los derechos negociables en cuentas electrónicas globales, cuantas *ómnibus*. De esta manera se consigue reducir significativamente los riesgos vinculados con la tenencia y el transfer de los títulos, se reducen los costes adicionales, consecuencia de dichos riesgos, y en general, el riesgo sistemático¹⁷⁴.

¹⁶⁹ Banco de Pagos Internacionales, “Glosario de términos..., *cit*

¹⁷⁰ GUYNN, Randall D., “Modernizing Securities Ownership..., *cit.*, p. 16

¹⁷¹ BERNASCONI, Christoph, *The law applicable..., cit.*, p. 14; HAENTJENS, Matthias, *Harmonisation of securities law..., cit.*, pp. 32

¹⁷² MICHELER, Eva, “Doctrinal Path Dependence..., *cit.*, pp. 37-43

¹⁷³ Sección II, punto 2

¹⁷⁴ BERNASCONI, Christoph, *The law applicable..., cit.*, pp. 2, 12 y 14; GUYNN, Randall D., “Modernizing Securities Ownership..., *cit.*, pp. 21 y 24; HAENTJENS, Matthias, *Harmonisation of securities law..., cit.*,

El proceso de centralización de la custodia de los valores se empieza como un “depósito regular”¹⁷⁵. El término expresa los derechos transferibles de propiedad de la persona que deposita sus bienes¹⁷⁶. En relación con el sistema de tenencia y transfer de valores, el término implica que el depositario está obligado a inscribir en el registro las acciones depositadas, anotando todas y cada una de sus características distintivas. Esta práctica, sin embargo, estaba relacionada con un considerable trabajo administrativo que altera significativamente el correcto funcionamiento de los mercados financieros. El colapso del sistema obliga al regulador a modificar y modernizar los parámetros. En algunos Estados, como Suiza y los Estados Unidos, Gran Bretaña y Canadá el legislador nacional considera que el modelo de representación de los valores a través de anotaciones en cuenta requiere un cambio sustancial en el marco legal y conceptual, aplicado hasta el momento a los valores. En estos países se adopta un sistema de “depósito irregular” con el que los derechos negociables se registran en una cuenta ómnibus. El depósito irregular modifica el carácter de las obligaciones del depositario. Tales cambios inciden, como consecuencia, en la regulación de los derechos y las obligaciones de las partes implicadas. Se pierde el derecho de propiedad sobre las acciones subyacentes y el inversor tiene derechos de titularidad sobre los derechos derivados inscritos a su nombre en la cuenta que mantiene el intermediario. Como consecuencia se pierde la relación directa entre el inversor y el emisor. El adquirente mantiene relación directa sólo con su banco/ broker. Por lo tanto, los derechos de titularidad del inversor son oponibles sólo contra el intermediario (depositario u otro intermediario) y no contra el emisor. Estos problemas se resuelven de modos distintos en cada ordenamiento. En la mayoría de los Estados el inversor tiene derechos *in rem* sobre los valores adquiridos, esto es,

p. 33, 49-54. La problemática relacionada con la tenencia y el transfer de acciones en el sistema indirecto se presenta con más detalle en la Sección VI de este Capítulo.

¹⁷⁵ BERNASCONI, Christoph, *The law applicable...*, cit., p. 19; GUYNN, Randall D., “Modernizing Securities Ownership...”, cit., pp. 16- 20, GUYNN, Randall D / MARCHAND, Nanacy J., “Transfer or Pledge of Securities...”, cit., p. 56

¹⁷⁶ BERNASCONI, Christoph, *The law applicable...*, cit., p. 19; GUYNN, Randall D., “Modernizing Securities Ownership...”, cit., pp. 20 y 50

tiene derechos de propiedad sobre el número de valores anotados a su nombre en la cuenta ómnibus¹⁷⁷. Estos derechos *in rem* no pueden ser individualizados, puesto que son varios los titulares de acciones que tienen sus valores depositados con el mismo intermediario. El ejercicio de estos derechos de propiedad se hace valer ante el intermediario que mantiene la cuenta contable, pero no ante el depositario que mantiene la cuenta ómnibus, ni, tampoco ante el emisor. Consecuentemente, se trata de un derecho de co-propiedad sobre las acciones depositadas en la cuenta global. Los derechos de co-propiedad son derechos colectivos de un grupo de personas sobre un mismo bien, en el caso concreto, sobre la cuenta global. Estos derechos de co-propiedad cubren sola y exclusivamente los derechos derivados y en ningún caso se extienden sobre los derechos subyacentes. De esta manera el intermediario puede realizar las operaciones de transfer y la normativa nacional ofrece una protección de los derechos del inversor en caso de insolvencia del primero. Derechos de co-propiedad establecen en la normativa española, la Ley de Mercado de Valores, la ley alemana, la *Depotgesetz*, la normativa holandesa, *Wet giraal effectenverkeer*, y en la de Japón. La ley alemana distingue entre derechos de propiedad sobre valores depositados en una cuenta segregada y los derechos de co-propiedad que tiene el inversor sobre los valores depositados en cuenta colectiva¹⁷⁸. En el ordenamiento alemán el inversor final tiene anotados los derechos derivados sobre los valores en una cuenta global junto con los derechos negociables de otros inversores¹⁷⁹. El intermediario que administra la cuenta ómnibus, sin embargo, no es el titular del *pool* de valores. Los documentos físicos que representan las acciones se custodian en el depositario central alemán. De acuerdo con el art. 7.1 *Depotgesetz* el intermediario está obligado a devolverle al inversor final valores de la misma clase y de la misma cantidad.

¹⁷⁷ TISON, Michel, "Competing for Legal Certainty- The Regime of Dematerialised Securities in Belgian Law", Financial Law Institute, Universiteit Gent, Working Paper, 2005-06, pp. 8

¹⁷⁸ BERNASCONI, Christoph, *The law applicable...*, cit., p. 21

¹⁷⁹ EINSELE, Dorothee, "Modernising German law: Can the UNIDROIT project on intermediated securities provide guidance?", *ULR*, 2005, 1/2, pp. 251-261, p. 251; THAN, Jürgen, "The preliminary draft UNIDROIT Convention and capital market practice in Germany", *ULR*, 2005, 1/2, pp. 263-267

La co-propiedad en el ordenamiento británico procede de la figura del *trust*. En Bélgica el *Royal Decree No. 62* en sus art. 10 y 13 determina los derechos del inversor como un conjunto de derechos personales y derechos de propiedad sobre el *pool* de los valores anotados en la cuenta que mantiene el intermediario¹⁸⁰. En Luxemburgo, el *Règlement grand-ducal* define los derechos del inversor como derechos de propiedad sobre un determinado número de valores no individualizados que el intermediario mantiene en una cuenta fungible en nombre de todos sus cliente. En caso de insolvencia del broker/ banco, al inversor se le devolverán acciones del mismo tipo¹⁸¹. En el Derecho francés la naturaleza de los derechos del inversor se establecen en el art. L533-7 *Code monétaire et financier*. La norma explícitamente determina los derechos del titular de los valores como derechos de propiedad. En los Estado Unidos, sin embargo, los derechos derivados del inversor se especifican en el art. 8 UCC. La norma regula con detalle los derechos y las obligaciones del adquirente, otorgándole una serie de derechos *in rem*, así como *in personam* contra el intermediario, denominados “*security entitlement*”.

En el Derecho español la cuenta en la que el se anotan los datos de todos los clientes de la cartera del intermediario no se puede considerar “cuenta ómnibus”. La normativa nacional sólo reconoce este tipo de cuentas fuera de España, cuando son imprescindibles para realizar actividades en los mercados internacionales. La Circular 1/1998, de 10 de junio, de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos de las sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera, regula en su norma duodécima—las condiciones del uso de este tipo de cuentas¹⁸². La norma limita su empleo a actividades de negociación de valores por cuenta ajena en

¹⁸⁰ GUYNN, Randall D., “Modernizing Securities Ownership...”, *cit.*, pp. 43-44

¹⁸¹ *Idem*, pp. 44-45

¹⁸² Circular 1/1998, de 10 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos. (Modificada por la Circular 2/2000, de 30 de mayo), *BOE* de 19 de junio de 1998. El texto se puede consultar en <http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/leymercado/sav.htm>

mercados extranjeros, siempre que se cumplen las condiciones previstas en la Circular 1/1998 y desarrolladas en la Circular 2/2000, de 30 de mayo, CNMV. La disposición duodécima establece que:

*“1. Las entidades sujetas deberán tomar las medidas adecuadas para proteger **los derechos de propiedad** de los clientes y controlar que no se hace uso indebido de los valores que les hayan sido confiados para su depósito y custodia o de los fondos recibidos con carácter instrumental y transitorio, y en particular:*

*a) Los valores de los clientes que las entidades sujetas mantengan en depósito o depositen en otras entidades y las garantías que constituyan, en valores o en efectivo, en entidades liquidadoras, deberán realizarse en **cuentas individualizadas** abiertas a nombre de cada cliente, cualquiera que sea la relación existente entre el cliente y la entidad sujeta.*

*No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, la adquisición o enajenación de valores o instrumentos financieros por cuenta de los clientes podrá registrarse en cuentas globales de valores o instrumentos financieros (“cuentas ómnibus”) **cuando la entidad opere en mercados extranjeros** en los que la práctica habitual exija la utilización de cuentas globales de valores o instrumentos financieros para clientes de una misma entidad. Con carácter previo a la apertura de cuentas globales deberán cumplirse los siguientes requisitos:*

La unidad de control de la entidad sujeta emitirá, por cada entidad financiera en que pretenda abrirse, un informe sobre su calidad crediticia y sobre los riesgos específicos, legales y operacionales que entraña esta operativa. El informe se someterá a la autorización del órgano de administración de la entidad sujeta.

Deberá existir una separación absoluta entre la cuenta propia de la entidad y la de terceros, no pudiéndose registrar posiciones de la entidad y de sus clientes en la misma cuenta. La denominación de la cuenta de clientes reflejará expresamente el carácter de cuenta de terceros.

La entidad establecerá un procedimiento interno que permita individualizar contablemente la posición de cada cliente. Será necesario obtener la autorización escrita de cada cliente, informándole de los riesgos que asume como consecuencia de esta operativa, así como de la identidad y calidad crediticia de la entidad financiera que actúe como depositaria de las cuentas globales.

Las entidades sujetas no podrán utilizar cuentas globales para la realización de operaciones o el depósito de valores o instrumentos financieros por cuenta de instituciones de inversión colectiva”.

De acuerdo con la norma, en las cuentas en las que están anotados los valores debe constar el nombre de cada cliente. La utilización de las cuentas globales se permite sólo de forma excepcional cuando las operaciones de transfer se efectúan por cuenta de los clientes y tienen lugar en mercados extranjeros, en los que la utilización de las cuentas ómnibus constituye práctica habitual. Consecuentemente, cuando el sistema de registro a través de cuenta global resulte admisible, la titularidad de las acciones del emisor extranjero a nombre del intermediario español por cuenta de sus clientes, corresponde a estos últimos, siempre que la relación jurídica entre las partes sea válida.

2. TENENCIA Y TRANSFER DE PARTICIPACIONES SOCIETARIAS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL

2.1. SISTEMAS DE TENENCIA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA

Los mercados internacionales de capitales experimentan cambios significativos durante las últimas décadas. El correcto funcionamiento de este sistema electrónico de tenencia y transfer de las acciones requiere medidas y mecanismos apropiados que garanticen los intereses

de los participantes en las operaciones financieras. El carácter altamente especulativo de las transacciones en los mercados internacionales de capitales y los riesgos que acompañan dichas operaciones justifican la intervención de legislador. Como consecuencia, se adoptan normas imperativas que regulan el acceso y el funcionamiento de los mercados regulados. Papel principal en el sistema de tenencia y transfer de valores anotados en cuenta tienen los intermediarios. Todas las operaciones se realizan por profesionales, entidades a las que la normativa reguladora otorga las tareas de mantenimiento de las cuentas y ejecución de las transacciones. Los inversores no pueden acceder de forma directa a los mercados financieros. Para poder vender o comprar acciones necesitan contratar los servicios de brokers o bancos. Por otro lado, las cuentas contables no se manejan por los emisores, éstos tan sólo depositan las participaciones societarias en un depositario que puede o no realizar tareas de intermediación. Las anotaciones correspondientes de compra o venta en dichas cuentas se efectúan por los intermediarios. De esta manera se elimina, desde un punto de vista puramente fáctico, la relación directa entre el emisor y el inversor final. El inversor contrata y contacta con su broker, que tiene relación directa con el suyo y así sucesivamente, hasta llegar al primer intermediario a cuyo nombre están anotadas las acciones en el registro del emisor. En la actualidad las transacciones de valores en los mercados internacionales siempre se realizan con la participación de intermediarios financieros¹⁸³.

La naturaleza y el alcance de las relaciones en este triángulo se regulan de maneras muy distintas en cada ordenamiento jurídico. Los modelos nacionales se pueden congregar en dos grandes grupos. Se

¹⁸³ BERNASCONI, Christoph/ POTOK, Richard/ MORTON, Guy, "General Introduction...", *cit.*, pp. 13-19; GOODE, Roy, "The Nature and Transfer...", *cit.*, p. 110; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit.*; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "El Convenio de La Haya...", *cit.*, pp. 166-167; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit.*; MOONEY, Charles W., Jr "Beyond negotiability...", *cit.*, p. 316-325; KUMPAN, Christoph, "Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems", *ECFR* 4/2006, pp. 383- 407; PAZ ARES, Cándido/GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Conflictos de leyes y garantías...", *cit.*, pp. 1479-1519; PEACH, Philipp, UNIDROIT Secretariat, "Explanatory Notes...", *cit.*, pp. 36-50; ROGERS, James Steven, "Conflict of laws for transactions...", *cit.*, pp. 1-5

distinguen dos sistemas: el sistema de tenencia directa y el sistema de tenencia indirecta de valores depositados en un intermediario¹⁸⁴. A pesar de las diferencias, sin embargo, ambas sistemas comparten una característica muy importante. En los dos sistemas la tenencia y el transfer de las acciones se realizan obligatoriamente con la participación de intermediarios. En las transacciones de valores en los mercados internacionales el inversor no puede adquirir las acciones de una sociedad extranjera de manera directa. Todas las operaciones se efectúan con la intermediación de profesionales.

¹⁸⁴ BERNASCONI, Christophe, *The law applicable to dispositions...*, *cit.*, pp. 12-27; BERNASCONI, Christophe "The Hague Securities Convention"..., *cit.*; BERNASCONI, Christophe, "Indirectly Held Securities...", *cit.*, p. 63; BERNASCONI, Christophe, "The law applicable to dispositions...", *cit.*; CARRUTHERS, Janeen M, *The transfer of property in the conflict of laws*, Oxford, 2005, pp. 172-193; CROWFORD, Bradley, "The Hague "PRIMA" Convention: choice of law to govern recognition of dispositions of book-based securities in cross border transactions", *CBLJ*, abril 2003, pp. 157-206, DEGUÉE, J.-P., DEVOS, D. "La loi applicable aux titres intermédiés: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002", *RDCB*, 2006, No 1, p. 5; DONALD, David, "The rise and effects...", *cit.*; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit.*, p. 2-3; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "El Convenio de La Haya...", *cit.*, pp. 163-189; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "The UNIDROIT Project on. Intermediated Securities: Direct. and Indirect Holding Systems", *InDret*, enero 2006, pp. 1-2; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "La tenencia indirecta de valores" *Tribuna Expansión*, 28 de julio de 2004, p. 63; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Los trabajos de la Conferencia de la Haya sobre valores anotados en intermediarios financieros", *REDI* - Núm. LIII-1/2, enero 2001; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los trabajos de UNIDROIT...", *cit.*, pp. 1234-1235; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados en un intermediario...", *cit.*, pp. 76-88; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities...", *cit.*, pp. 38-42; GOODE, Roy, "The Nature and Transfer of Rights...", *cit.*, pp. 114-122; GOODE, Roy/ KANDA, Hideki / KREUZER, Karl, *Explanatory Report...*, *cit.*; GUYNN, Randall D., "Modernizing Securities Ownership...", *cit.*; HAENTJEANS, Matthias, *Harmonisation of securities law...*, *cit.*; HAENTJEANS, Matthias, *The law applicable...*, *cit.*; HAKES, Russell A. "UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day?", 2002, vol. 35, *LLR*, pp. 661- 786; KHIMJI, Mohamed F., "Intermediary credit risk...", *cit.*, pp. 287-325, KRONKE, Herbert, "The Draft Unidroit Convention...", *cit.*, pp. 619-643, en www.unidroit.org, pp. 3-5; PEACH, Philipp, "Harmonising substantive rules for the use of securities held with intermediaries as collateral: the UNIDROIT project", *ULR*, 2002-4, pp. 1140- 1161, *pp. 1142-1152*; PEACH, Philipp, UNIDROIT Secretariat, "Explanatory Notes...", *cit.*, pp. 36-52; ROGERS, James S., "An Essay on Horseless Carriages...", *cit.*, pp. 689-698; ROGERS, James Steven, "Toward International Harmonization...", *cit.*, pp. 59-65; ROGERS, James S., "Conflict of Laws for Transactions...", *cit.*; ROGERS, James Stevens "Negotiability, Property and Identity", *cit.*, pp. 471-508; SCHWARCZ, Steven L. /BENJAMIN, Joanna "Intermediary risk in the indirect holding system for securities", *DLCIL*, vol 12, N° 309, 2002; THAN, Jürgen, "Cross-Border Safe Custody and Settlement of Securities Transactions: Some Aspects under German Law", International Bar Association; THÉVENOZ, Luc, "Intermediated Securities...", *cit.*; TISON, Michel, "Competing for Legal Certainty- The Regime of Dematerialised Securities in Belgian Law", Financial Law Institute, Universiteit Gent, Working Paper, 2005-06; UNIDROIT 2004, *UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary*, *cit.*, pp. 8

2.1.1. SISTEMA DE TENENCIA DIRECTA

El rasgo distintivo del sistema de tenencia directa es que se mantiene la relación directa entre el emisor y el inversor final. El intermediario tan sólo custodia los valores y mantiene las cuentas contables¹⁸⁵. Este sistema se aplica en varios Estados como Alemania, África de Sur, Bélgica, Brasil, China, Colombia, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Islandia, Japón, Malta, Noruega, Republica Checa, Suecia, Suiza¹⁸⁶. En Gran Bretaña se emplea en relación con los valores de determinados inversores, custodiados por CREST que han elegido mantenerlas en cuentas individualizadas. En los sistemas de tenencia directa el titular de las acciones y el accionista son una misma persona. El nombre y los datos del inversor final constan en el registro de la sociedad emisora, lo que, desde la perspectiva de la *lex societatis*, le otorga el estatus de accionista¹⁸⁷. Consecuentemente, en estos sistemas los derechos del inversor final son oponibles directamente contra el emisor. Y viceversa, para el emisor, de acuerdo con el Derecho de sociedades, el inversor final es accionista. Así que es a él a quien debe enviar toda la información relevante a las actividades de la sociedad, el aviso para la celebración de la Asamblea Anual de Accionistas, es a quien ha de pagar los dividendos de la actividad mercantil de la entidad y a quien permitir ejercer los derechos políticos como accionista.

El inversor final es la persona a la que el emisor rinde cuentas y no al intermediario que custodia la cuenta. Éste último en el sistema de tenencia directa realiza exclusivamente tareas de fiduciario, esto es,

¹⁸⁵ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit.*, p. 2; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "The UNIDROIT Project...", *cit.*, p. 3; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Los trabajos de la Conferencia de la Haya...", *cit.*, p. 1234; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados en un intermediario...", *cit.*, pp. 77-81; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities...", *cit.*, pp. 39-42; THÉVENOZ, Luc, "Intermediated Securities...", *cit.*, pp. 22-24; VERHAGEN, Rick, "Book-entry securities and conflict of laws. Transfer and pledge of securities held in international multi-tiered holding systems", *EBLR*, marzo/abril 2000, pp. 112-127

¹⁸⁶ UNIDROIT, *Report of the Transparent Systems Working Group*, Doc. Nº 88, Estudio LXXVIII, mayo 2007

¹⁸⁷ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities...", *cit.*, p. 40; THÉVENOZ, Luc, "Intermediated Securities...", *cit.*, p. 23

actúa como enlace entre el emisor y el inversor, efectúa las correspondientes anotaciones de débito y crédito en las cuentas de las partes y todas las tareas administrativas de mantenimiento de la cuenta. Los intermediarios no adquieren la propiedad sobre los valores subyacentes o derivados, solamente los gestionan¹⁸⁸. El hecho de que las transacciones se realicen a través de una cadena de intermediarios no influye de ninguna manera sobre el estatus legal del inversor final, que en todos los supuestos es el titular de las acciones.

No obstante, este sistema de tenencia directa tiene características distintas en cada normativa reguladora. En algunos ordenamientos, las anotaciones en cuenta son una simple formalidad, mientras que en otros, son condición imprescindible para el transfer de los derechos y la constitución de la propiedad¹⁸⁹. En algunos sistemas el nombre del adquirente final no consta en los registros del depositario central. Sin embargo, en otros el nombre del inversor obligatoriamente se anota en el registro del depositario central. Estos últimos sistemas han sido calificados por el UNIDROIT como sistemas transparentes. El rasgo distintivo es que el intermediario que gestiona la cuenta del emisor abre una cuenta individualizada para cada cliente¹⁹⁰. El sistema español, en cuanto a las acciones nominativas, es un sistema transparente, igual que el sistema chino para las acciones del tipo A, pero no para los del tipo B¹⁹¹. El Comité UNIDROIT de expertos gubernamentales en sus trabajos preparatorios del proyecto de Convención sobre normas materiales relativas a los valores intermediados en su Documento N° 44 define los sistemas transparentes como “sistemas en los que hay dos o más entidades involucradas en la cadena (entre el emisor y el inversor)

¹⁸⁸ THÉVENOZ, Luc, “Intermediated Securities...”, *cit.*, p. 22

¹⁸⁹ En el derecho español el transfer de las acciones anotadas en cuenta se realiza con las correspondientes anotaciones en las cuentas de los contratantes. La propiedad no se trasfiere si no se ha inscrito la transacción en la cuenta del adquirente.

¹⁹⁰ UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, *Report on the transparent systems working group*, UNIDROIT 2007, Study LXXVIII, doc. 70, abril 2007, en <http://www.unidroit.org/english/documents/2007/study78/s-78-070-e.pdf>. Los informes de los sistemas nacionales se pueden consultar en <http://www.unidroit.org/english/documents/2007/contents.htm>; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, “Indirect holdings of securities...”, *cit.*, pp. 38-39, 49-50; THÉVENOZ, Luc, “Intermediated Securities...”, *cit.*, p. 23

¹⁹¹ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, “Indirect holdings of securities...”, *cit.*, p. 39

y en los que en el último y más alto escalón los derechos de todos los demás niveles más bajos sobre los valores anotados en cuenta, están evidenciados en cuentas/ sub-cuentas a nombre de cada uno de estos titulares de cuentas”¹⁹². Consecuentemente, el criterio para calificar el sistema como transparente es la constancia en el registro del depositario central del nombre de inversor final.

Cada normativa nacional regula de manera individual la naturaleza y el alcance de las obligaciones del intermediario y las consecuencias de las anotaciones en cuenta. En alguna es obligatorio que en el registro del depositario central consten los nombres de los inversores que asumen el riesgo financiero. Hay, asimismo, sistemas mixtos en los que parte de la cadena es transparente y parte no¹⁹³. En otros sistemas, como en el sistema chino, para algunos valores se aplica el sistema transparente (los nacionales) y para otros, el no transparente (los extranjeros). Tomando en consideración los rasgos distintivos el Grupo de trabajo de UNIDROIT identifica tres grandes grupos¹⁹⁴. En la primera categoría el depositario central (CSD- *Central Securities Depository*) abre cuentas a nombre de los clientes finales que se administran y custodian por los intermediarios. Este es el sistema en China, Colombia, Grecia, Malta o en los países nórdicos. La segunda categoría reúne los sistemas en los que el depositario central abre cuentas a todos sus participantes. En dichas cuentas están individualizadas las cuentas de cada uno de los clientes del miembro del CSD que, a su vez, mantiene cuentas personales a todos sus clientes. Este sistema se aplica en España. La tercera categoría describe un sistema algo más complejo (Brasil). El depositario central mantiene una cuenta a nombre del primer intermediario, participante en el CSD,

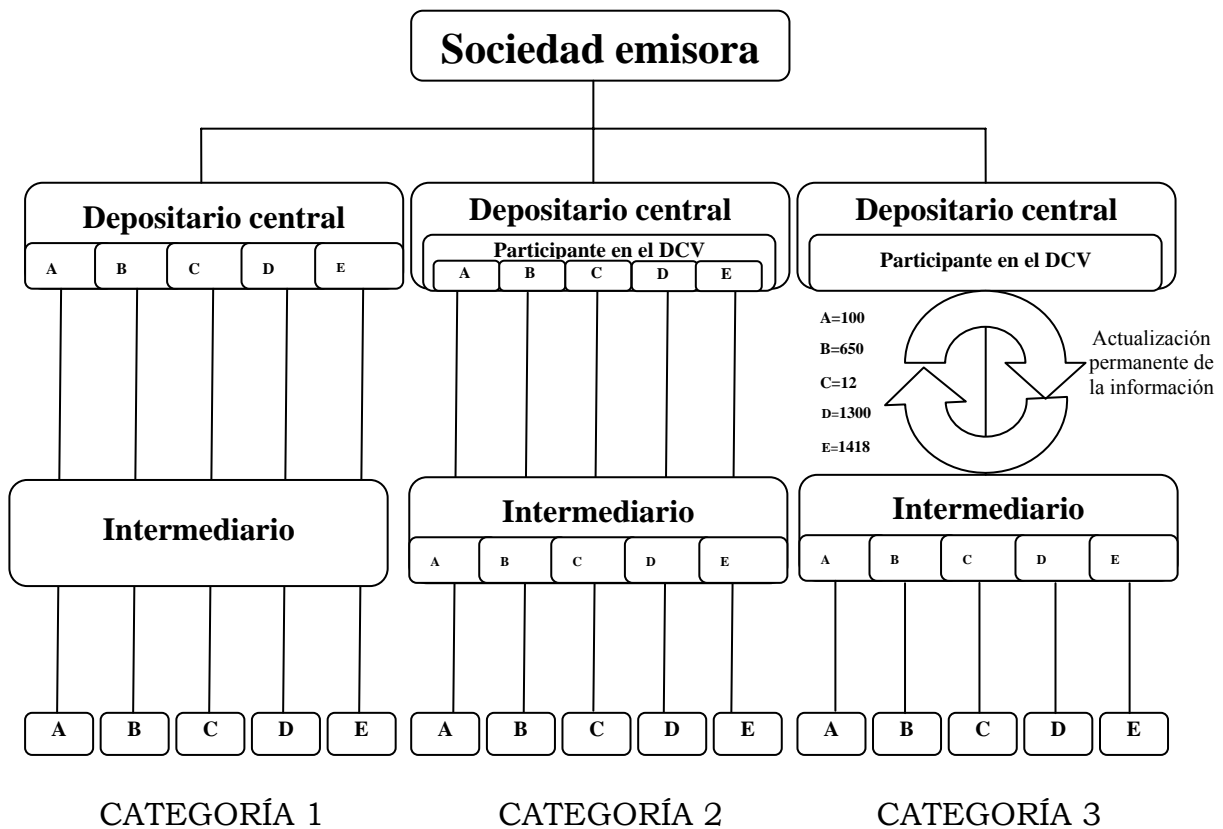
¹⁹² UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities. *Report of the transparent systems working group*, Doc. N° 70 que cita el Doc. N° 44, define los sistemas transparentes como “systems, where there are two or more entities involved in the holding chain (between the issuer and the investor) and where at the top level holdings of all lower tier account holder’s interest in intermediated securities are evidenced, in particular by means of maintaining accounts/sub-accounts for each of those lower tier account holders”.

¹⁹³ *Idem.*, p. 2

¹⁹⁴ *Idem.*, p. 2; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados en un intermediario...", *cit.*, p. 80

en la que están anotados todos los valores que éste administra y mantiene a nombre de sus clientes. Al mismo tiempo, el participante en el CSD mantiene cuentas individuales de sus clientes. Ambas cuentas están conectadas constantemente, de manera que cada cambio en la segunda se refleja instantánea o regularmente en la primera¹⁹⁵.

Figura 1



Una variante del sistema transparente en sus tres categorías, descritas en el párrafo anterior, es el sistema en Gran Bretaña e Irlanda. La estructura de las operaciones, empleada por CREST, no se corresponde con ninguna de las tres categorías. El sistema aplicado varía en función de si se trata de valores emitidos por sociedades nacionales o extranjeras. En Gran Bretaña, el inversor puede elegir entre el sistema de tenencia directa y el sistema de tenencia indirecta.

¹⁹⁵ Las tres categorías están ilustradas en los esquemas que siguen que se encuentran en el Doc. N° 70 del UNIDROIT *Report of the transparent systems working group*, p. 3

En el supuesto de tenencia directa, las acciones emitidas por una sociedad inglesa se depositan en el CREST, la entidad que realiza las tareas de compensación y liquidación de valores. En el registro del CSD, que es diferente del registro de la sociedad, puede constar el nombre del último inversor o puede figurar el nombre del intermediario que actúa en representación de su cliente. La persona inscrita en dicho registro es el titular de los derechos derivados, oponibles al emisor. Para el transfer de los valores el inversor comunica sus órdenes o bien directamente al depositario central, o bien al intermediario que actúa en nombre suyo, el sponsor, que mantiene relación directa con CREST.

La tenencia de participaciones de sociedades extranjeras sigue un sistema distinto. El inversor británico puede adquirir tales valores sola y exclusivamente con la intermediación de un profesional y no directamente del CREST. El nombre del intermediario consta en el registro de la sociedad emisora o en el registro del SCD internacional. El broker actúa como *sponsor* y emite un ADR conforme el Derecho inglés. Estos ADRs se anotan la cuenta en CREST a nombre del inversor final. El titular de la cuenta es el inversor final, pero los derechos derivados son oponibles al *sponsor*, la entidad que emite los ADRs y no al emisor.

Estados como China e India también han apostado por el modelo de tenencia directa. Los mercados de estos dos países asiáticos destacan con un importante número de transacciones. El CSD de India mantiene más de 10 millones de cuentas, mientras que el de China administra 72 millones. En los mercados regulados chinos se distinguen dos tipos de participaciones societarias, acciones de tipo A y acciones de tipo B. Ambos son valores emitidos por sociedades chinas, pero los primeros se adquieren por nacionales de este país, mientras que los segundos están originariamente diseñados para inversores extranjeros¹⁹⁶. Para la tenencia de las acciones tipo A se aplica un sistema transparentes, mientras que para los valores tipo B, no. Los

¹⁹⁶ UNIDROIT, *Working Group on so called Transparent Systems – Intercessional Work*, Comments of the People's Republic of China representative on the draft Working Paper on Transparent Systems (submitted by the Government of the People's Republic of China), Doc. N° 65, Estudio LXXVIII, marzo 2007

derechos negociables del inversor se mantienen por SD&C, el depositario central y la entidad que efectúa la compensación y liquidación de los valores anotados en cuenta. El CSD realiza todas las anotaciones de crédito o débito en la cuenta del inversor. El papel principal que desempeña el depositario central chino en los procesos de tenencia y transfer de acciones de tipo A indica claramente que el sistema chino es un modelo transparente que presenta rasgos de la primera Categoría.

Típico ejemplo de tenencia directa constituyen los sistemas nórdicos (los sistemas aplicados en Dinamarca, Finlandia, Islandia, Noruega y Suecia). Los sistemas nórdicos permiten al inversor mantener una relación contractual con el CSD en la que el depositario central administra los derechos derivados de los valores anotados en cuenta. El inversor final tiene derechos de propiedad sobre los valores desmaterializados que se anotan directamente en la cuenta contable que mantiene el CSD. Existen, sin embargo, cuentas que se gestionan por un intermediario, denominados *nominee account*. Su regulación varía en los diferentes Estados. La cuenta está a nombre del intermediario que, por su parte, actúa en representación del propietario de las acciones. Las anotaciones de crédito y débito, consecuencia de las transacciones sobre los derechos derivados, se realizan en dicha cuenta y no en la del CSD¹⁹⁷. Sin embargo, los brokers y bancos no tienen derechos de propiedad sobre los valores, sino que realizan tan sólo actividades fiduciarias.

Los sistemas nórdicos, en ocasiones, se permite mantener y administrar los derechos negociables en cuentas ómnibus, aplicando el sistema de tenencia indirecta. Este marco, de igual manera que en España, se permite sólo para transacciones en los mercados internacionales¹⁹⁸.

¹⁹⁷ *Idem*, p. 279

¹⁹⁸ AFREL, Lars/ WALLIN-NORMAN, Karin, "Direct o indirect holding: a Nordic perspective", *ULR*, 2005, 1/2, pp. 277- 283

2.1.2. SISTEMA DE TENENCIA INDIRECTA

La principal diferencia entre el sistema de tenencia directa y el sistema de tenencia indirecta es que en el segundo el inversor no mantiene relación directa con el emisor, sino con su intermediario. Las transacciones de valores en los mercados internacionales son operaciones electrónicas que se realizan por entidades financieras que adquieren las acciones para aumentar su cartera o actúan en nombre de sus clientes. En las transacciones internacionales normalmente se forman largas cadenas de intermediarios que residen en diferentes Estados y que, en la práctica, conocen sola y exclusivamente el broker o banco de que han adquirido las participaciones societarias. Dicho esquema no permite al emisor seguir todas las transacciones que se realizan en relación con las acciones que emite y mucho menos, tener constancia del nombre del inversor final. Del mismo modo, el último adquiriente no puede conocer todos y cada uno de los intermediarios que actúan entre él y la sociedad emisora. El sistema de tenencia indirecta se regula, entre otros, en la normativa de Australia, Canadá, Estados Unidos, Holanda, Luxemburgo¹⁹⁹.

La relación tanto jurídica, como contables es entre el inversor y su intermediario concreto. Éste último es la persona de la que el inversor adquiere los valores y que mantiene y administra la cuenta. Por esto, la ley otorga al inversor una serie de derechos oponibles al intermediario y no al emisor. Objeto del transfer no son los valores subyacentes, sino los derechos derivados de los valores anotados en cuenta. Los primeros, inmovilizados o desmaterializados, se quedan en el registro de la sociedad. Las transacciones de los derechos derivados se realiza entre el inversor y el intermediario, el emisor no participa en la operación. Con la compraventa de acciones el broker o banco abre una cuenta contable a nombre de su cliente en la que se anota el número de los valores adquiridos. El nombre del inversor consta sola y

¹⁹⁹ COMISIÓN EUROPEA, Legal Certainty Group, EU Clearing and Settlement, Questionnaire, Horizontal answers, Bruselas, MARKT/G2/MNCT D(2005); SOMMER, Joseph H., "International securities holding...", *cit.*, pp. 685-710

exclusivamente en la cuenta de su intermediario. La información de la adquisición no se comunica a la sociedad emisora.

La tenencia y el transfer de las acciones de una sociedad anónima siguen un esquema piramidal donde el emisor está en la parte superior de la pirámide, mientras que el invasor final está en la inferior. El resto de escalones se ocupan por los intermediarios. La transacción se desarrolla de la siguiente manera. La sociedad emite acciones, desmaterializadas o representadas por títulos que posteriormente inmoviliza. Los valores emitidos se inscriben en el registro de la sociedad y se depositan en un depositario central, nacional o internacional. El CSD/ICSD constituye el primer escalón.

El siguiente nivel se constituye por entidades financieras, brokers, depositarios o inversores profesionales que tiene relación contractual con el CSD/ICSD²⁰⁰. Estas entidades se denominan participantes en el depositario central. El nombre de la institución financiera consta, como adquiriente de las acciones, en el registro del depositario central. Si la normativa reguladora así lo establece, el CSD/ICSD mismo puede ofrece servicios de intermediación, como es el caso de Euroclear y Clearstream, Iberclear o Chesso (CSD australiana)²⁰¹. En tal caso las acciones se anotan en la cuenta del depositario central. El participante del CSD/ICSD o el mismo depositario central, cuando actúa como entidad financiera, constituye el segundo eslabón de la pirámide. Su nombre se inscribe en el registro de la sociedad y, en los sistemas de tenencia indirecta, es la persona que, de acuerdo con la *lex societatis*, se considera accionista. Las participaciones que tienen anotadas en sus cuentas son o bien, acciones a nombre de sus clientes, o bien, acciones de su propia cartera. Los valores que tienen anotados a su nombre pueden ser objeto de negociación y transfer. La transacción de todos o parte de dichas participaciones a una entidad financiera extranjera constituirá el siguiente eslabón de la pirámide. El número de

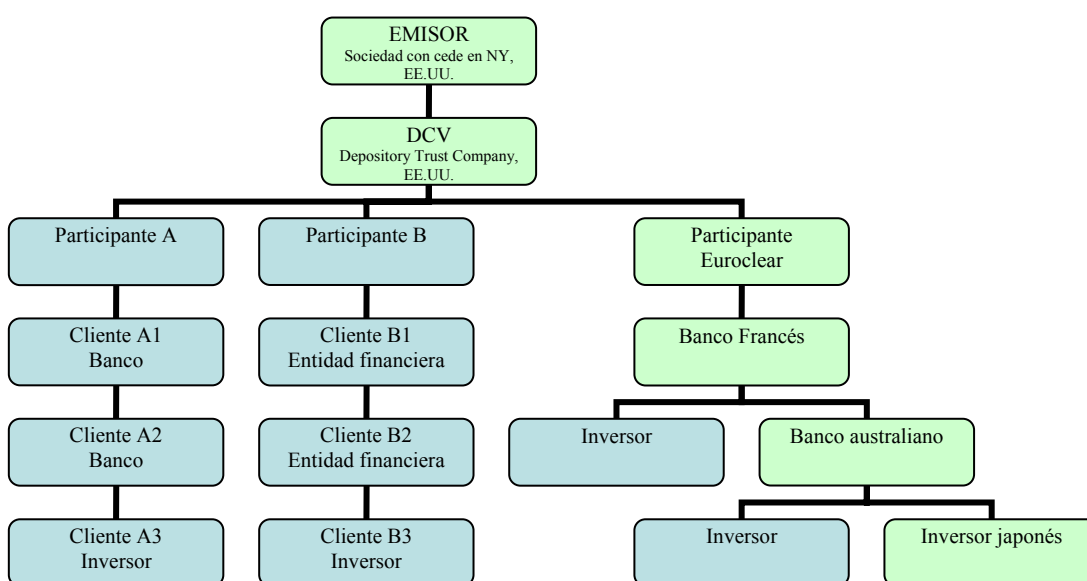
²⁰⁰ BERNASCONI, Christophe, The law applicable to dispositions..., *cit.*, p. 13

²⁰¹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados en un intermediario...", *cit.*, p. 88, GOODE, Roy/ KANDA, Hideki/ KREUZER, Karl, *Explanatory Report...*, *cit.*, puntos I-19, I-36 y I-37; PEACH, Philipp, "Harmonising substantive rules...", *cit.*, p.1144; PEACH, Philipp, UNIDROIT Secretariat, "Explanatory Notes...*cit.*", p. 5

intermediarios puede seguir creciendo y formar una larga cadena hasta llegar al último inversor. Por esta razón el sistema de tenencia indirecta se denomina, asimismo, “sistema multinivel”.

Para entender mejor el esquema ayudará el siguiente ejemplo que presenta la adquisición de 10 000 acciones de una sociedad norteamericana por un inversor japonés.

Figura 2



A, B y Euroclear son participantes en el DTC.

A es intermediario de A1 que administra los derechos derivados por cuenta de A2 que, por su parte es el que mantiene la cuenta contable de A3. El mismo esquema es válido para la cadena formada por B, B1, B2, B3.

La entidad emisora es una sociedad anónima de Nueva York constituida de acuerdo con el Derecho de este Estado que emite 5 000 000 de acciones. Las participaciones societarias, representadas por títulos nominativos, están inscritas en el correspondiente registro. Los certificados físicos que representan todas las 5 000 000 de acciones están depositadas en el DTC (*Depository Trust Company*), conocida

como Cede & Co. La DTC es una sociedad constituida conforme al Derecho bancario del Estado de Nueva York y desarrolla actividades de depositario central y realiza las anotaciones contables y la compensación y liquidación de los valores²⁰².

Las 10 000 acciones el inversor japonés las adquiere a través de la sucursal de un banco francés en Sidney, Australia. En el registro de la entidad financiera australiana se abre una cuenta a nombre del inversor en la que se anota la compra de los derechos derivados. El banco australiano, por su parte, mantiene y gestiona en una cuenta global todas las 100 000 acciones de la sociedad norteamericana que tienen. En dicha cuenta administra las participaciones societarias por cuenta de sus clientes y por cuenta propia.

La entidad australiana ha adquirido los 100 000 acciones de su matriz, un banco francés con sede en París que tiene en su cartera 1 500 000 de acciones de la sociedad estadounidense. El banco custodia los derechos negociables de la entidad australiana junto con los derechos derivados de otros clientes en una cuenta ómnibus en la que se anotan las transacciones en relación con las acciones en cuestión. El banco francés ha adquirido las participaciones societarias del Euroclear, el depositario central internacional, situado en Bélgica. Euroclear mantiene los derechos negociables de la entidad financiera junto con los derechos de otros clientes en una cuenta global. El depositario central belga, por su parte, tiene anotados los derechos derivados de las 3 000 000 de acciones junto con los derechos negociables de otros inversores, en una cuenta ómnibus administrada por un participante en DTC. Dicho participante tiene anotados en la cuenta global un total de 4 000 000 de acciones.

En resumen, el inversor japonés adquiere las acciones de la sociedad norteamericana de un banco australiano, que las tiene anotadas en una cuenta administrada por un banco francés. La entidad francesa adquiere los derechos derivados del Euroclear que tiene

²⁰² Información completa de las competencias y las actividades de la *Depository Trust Company* se puede consultar en la página web de la entidad: <https://portal.dtcc.com/dtcorg/>

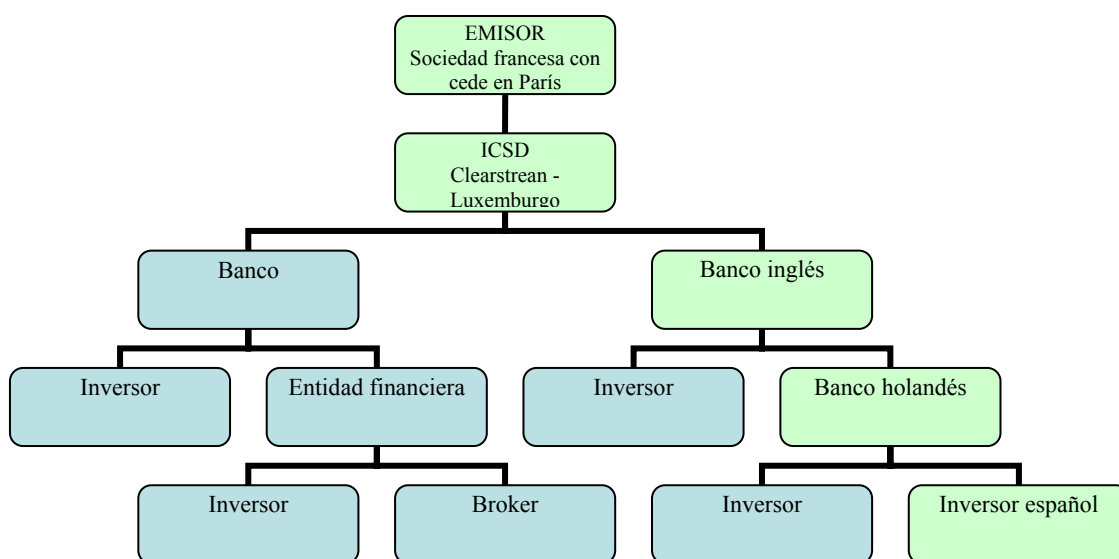
anotados los valores de la sociedad estadounidense en la cuenta de DTC. Todos los intermediarios mantienen cuentas ómnibus en los que custodian valores fungibles por cuenta de sus clientes, de manera que ninguno de los inversores es titular de acciones individualizadas. El cliente es titular de derechos derivados oponibles al intermediario. En caso de quiebra del último, el inversor tiene derecho a que se le devuelvan valores de la misma cantidad y clase. En el sistema de tenencia indirecta el inversor mantiene relación contable y jurídica directa con su intermediario y no con el emisor²⁰³. El nombre del último adquiriente aparece sola y exclusivamente en el registro de su broker o banco. El resto de los participantes en la cadena no tienen constancia de su adquisición. Esto es, el nombre del inversor japonés se encuentra únicamente en el registro del banco australiano, cuya adquisición consta solamente en los libros del banco francés. La entidad financiera francesa mantiene relación contable y jurídica tan sólo con el Euroclear. El depositario central internacional consta como titular de los derechos negociables de la sociedad norteamericana únicamente en el registro del DTC. Para el emisor el accionista es la persona que consta en el registro correspondiente- el participante en el DTC.

La estructura del sistema de tenencia indirecta, descrita en los párrafos anteriores, parece vulnerar la seguridad jurídica y los intereses de los operadores. Observando el esquema, no es difícil llegar a esta conclusión. Por un lado, se subraya que una de las características distintivas del sistema de tenencia indirecta es la pérdida de la relación jurídica y contable *directa* entre el emisor y el inversor. La sociedad emisora mantiene relación con la entidad que figura en sus registros como adquiriente. Esta persona, para los efectos de la *lex societatis*, es el accionista. De acuerdo con el esquema dicha entidad es el intermediario o CSD/ICSD que se sitúa en el primer eslabón. Por lo tanto, conforme con la normativa aplicable, el emisor está obligado a

²⁰³ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados en un intermediario...", *cit.*, p. 87

enviar toda la información relativa a las actividades mercantiles de la sociedad y a rendir cuentas al intermediario que ocupa el primer nivel. En el supuesto en el que un inversor español adquiere, a través de una cadena de intermediarios, acciones de una sociedad francesa, el cuadro tendrá las siguientes características:

Figura 3



En el esquema el inversor español adquiere acciones de una sociedad francesa a través de un banco holandés. La entidad financiera tiene los derechos derivados sobre los valores en una cuenta ómnibus en un banco inglés. Los derechos negociables, adquiridos por la entidad británica se administran, junto con los derechos derivados de otros clientes, en una cuenta ómnibus, administrada por Clearstream. El depositario central internacional luxemburgués actúa, por un lado, como depositario, y por otro, como intermediario. Esto es, la sociedad francesa deposita las acciones que emite en Clearstream y anota en sus registros como adquirente a la misma entidad. El accionista, a efectos de la *lex societatis*, la ley francesa, es Clearstream.

La pregunta inminente que surge está directamente relacionada con la posición del último adquirente, el inversor español. ¿Cuál es el estatus jurídico del último adquirente? ¿Tiene éste derechos algunos

sobre las acciones de la sociedad francesa? La persona que adquiere acciones de una sociedad anónima actúa como inversor, es decir, paga el precio y espera poder beneficiarse de los dividendos y ejercer sus derechos de accionista, puesto que considera que esto es lo que le corresponde como accionista. Sin embargo, para la sociedad emisora el accionista es Clearstream y no el inversor. Se produce, como consecuencia, un conflicto de identificación del titular de los derechos negociables.

La protección de los derechos del inversor sobre los valores depositados en un intermediario es un elemento esencial que determina la estabilidad del sistema. La problemática se resuelve de manera distinta en los diferentes ordenamientos. En algunos, Alemania, España, Francia o Japón, el inversor es el titular de las acciones y el intermediario realiza tan solo tarea de custodia y administración. En otros, Gran Bretaña o Estado Unidos, el legislador nacional soluciona el problema a través de la ficción jurídica, creando las figuras de *legal owner* y *beneficial owner*²⁰⁴. Con el fin de proteger los intereses de todos los participantes y eliminar la inseguridad jurídica, se reconocen determinados derechos tanto al primer intermediario, como al inversor. A los efectos del Derecho de sociedades, el accionista es la persona que ha pagado el precio de las acciones y está inscrita en el registro de la sociedad. Por lo tanto, los derechos de propiedad del primer intermediario tienen base legal. Clearstream cumple las condiciones legales que determinan y protegen su posición de accionista y propietario de las acciones. Por esta razón, se le califica como *legal owner*, o propietario *legal* de los valores. A efectos de la ley, él es el titular de los derechos negociables.

Por otro lado, determinados derechos sobre las acciones se le reconocen, asimismo, al último inversor, cuya titularidad sobre los

²⁰⁴ El desdoblamiento del derecho de propiedad tiene sus orígenes en el *trust* anglosajón. CHECA MARTÍNEZ, Miguel, *El Trust angloamericano en el derecho español*, Madrid: McGraw Hill, 1998, pp. 8-16; GONZÁLEZ BEILFUSS, Cristina, *El Trust: la institución angloamericana y el derecho internacional privado español*, Barcelona: Bosch, Casa Editorial, 1997, pp. 13-54; LEGAL CERTAINTY GROUP, *UNIDROIT preliminary draft Convention on harmonized substantive rules regarding securities held with an Intermediary*, 07.02.2005, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/unidroit_en.pdf, p. 3

valores viene determinada por las mismas normas que establecen los derechos de propiedad de Clearstream. El inversor paga el precio de los valores, lo que le otorga derechos de propiedad. Sin embargo, en el sistema de tenencia indirecta, el emisor no tiene constancia alguna de su adquisición. Desde el punto de vista del Derecho de sociedades, el inversor no se puede considerar accionista. No obstante, las mismas normas societarias disponen que la persona que paga el precio, adquiere la titularidad de las acciones y se le otorgan determinados derechos que se atribuyen por su calidad de accionista. Son los derechos políticos y económicos cuya naturaleza y alcance se determinan por la *lex societatis*. Así que, por razones de seguridad jurídica, la posición del inversor no puede quedar desprotegida. Por esto, en los ordenamientos que regulan el sistema de tenencia indirecta, el legislador reconoce su posición legal otorgándole los derechos de dividendos y el ejercicio de los derechos políticos. Al inversor final se le califica, por lo tanto, como *beneficial owner*. El legislador nacional divide, de manera ficticia, los derechos que provienen de la posición de accionista de una sociedad anónima, reconociendo la titularidad legal sobre los valores a la persona inscrita en los registros de la sociedad y los derechos sobre los beneficios al último inversor. El primero es el *legal owner* y el segundo, *beneficial owner*.

El sistema de tenencia indirecta no es incompatible con el sistema de tenencia directa²⁰⁵. Ambos proporcionan mecanismos de tenencia y transfer de valores anotados en cuenta. Las diferencias que se observan son consecuencia de las particularidades de los sistemas económicos y en los ordenamientos jurídicos nacionales. El empleo de los términos “directa” e “indirecta” viene a identificar la relación jurídica y contable que el legislador toma en consideración²⁰⁶. En el sistema de

²⁰⁵ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados en un intermediario...", *cit.*, p. 82; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities...", *cit.*, pp. 43-44

²⁰⁶ Los primeros estudios sobre la problemática material y conflictual relacionada a la tenencia y el transfer de los valores identificaban como directo el sistema en el que el inversor tenía en su posesión los títulos que representaban las acciones, mientras que como indirecto describen el sistema de tenencia y

tenencia directa se acentúa sobre la relación entre el emisor y el inversor final, mientras que en el sistema de tenencia indirecta el legislador reconoce los efectos contables y jurídicos de la relación entre el intermediario y su cliente que puede ser otro intermediario o el último adquirente. La complejidad y complejidad de las operaciones, realizadas en los mercados financieros internacionales, ha permitido el uso simultáneo de ambos modelos. El sistema de tenencia directa se emplea normalmente para operaciones internas, mientras que el sistema de tenencia indirecta, para transacciones internacionales²⁰⁷. No hay una opinión unánime entre los representantes de la doctrina y en la práctica sobre cual de los dos sistemas es mejor. En ambos sistemas se identifican ventajas y desventajas importantes.

2.1.3. EL SISTEMA ESPAÑOL DE TENENCIA DE LAS ACCIONES

El modelo español presenta los aspectos identificativos de un sistema de tenencia directa²⁰⁸. El legislador reconoce la relación directa entre el emisor y el inversor final. La normativa interna, que regula la naturaleza de las participaciones societarias, distingue entre acciones representadas por medio de títulos y acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta (arts. 51 y 52 LSA y arts. 5-12 LMV, arts. 1-5 RD 116/1992)²⁰⁹. En el primer caso, los derechos y obligaciones, oponibles al emisor están incorporados en un soporte físico, mientras

transfer de valores anotados en cuenta. CROWFORD, Bradley, "The "PRIMA" Convention: choice of law...", *cit.*, pp. 158-159

²⁰⁷ *Idem*

²⁰⁸ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit.*, p. 2; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities...", *cit.*, pp. 42-50; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "The impact of intermediated holdings on the investor- issuer relationship", UNIDROIT Seminar on intermediated securities, Tema N° 5, París, Francia, 31 de enero- 1 de febrero 2006, en www.unidroit.org

²⁰⁹ Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, *BOE* número 310 de 27 de Diciembre 1989; Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, *BOE* número 181 de 29 de julio de 1988; 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, *BOE*, número 44 de 20 de febrero de 1992, pp. 5964-5974, (modificado por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, por el RD 705/2002, de 19 de julio, por el que se regula la autorización de las emisiones de Deuda Pública de las entidades locales y por el RD 363/2007, de 16 de marzo).

que en el segundo, en un soporte electrónico. Los valores representados por títulos se dividen entre acciones nominativas y al portador. Las primeras se transfieren con la entrega y endoso del título, y las segundas, con la simple entrega del documento que representa los derechos incorporados. En relación con las acciones nominativas, la modificación en el registro del emisor no es una condición para el transfer de los derechos incorporados en el título. La anotación de la transacción en dicho registro tiene tan sólo efectos de legitimación ante la sociedad emisora. La transmisión de las acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta se realiza a través de transferencias contables (art. 9 LMV). Para tenencia de las acciones nominativas el sistema español es un modelo transparente, mientras que para tenencia de las acciones al portador, no.

El emisor dispone de una cierta libertad para elegir el tipo de representación. Si la sociedad cotiza en bolsa, no obstante, las acciones se deben emitir en forma electrónica. En este contexto, en los mercados regulados los valores son predominantemente desmaterializados. La inmovilización se prevé como opción para la transformación en valores electrónicos de las acciones representadas por medio de títulos (art. 21 RD 116/1992). En la normativa reguladora se establece de manera explícita que la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta es irreversible, mientras que la representación por medio de títulos será reversible (art. 5 LMV).

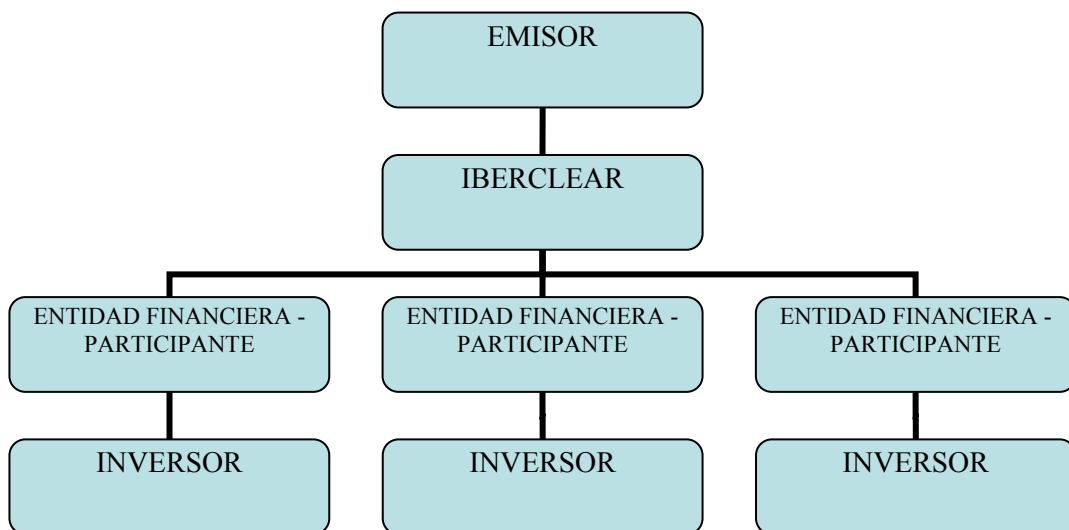
Para el registro y la tenencia de las acciones que se negocian en los mercados españoles, regulados o no, se aplica un sistema de registro único en el que se realizan las anotaciones contables²¹⁰. El registro contable en el que se inscriben las transacciones sobre los derechos negociables varía en función de si las acciones se negocian o no en los mercados regulados. Para las acciones que no se cotizan en un mercado secundario oficial, de acuerdo con el art. 7.2 LMV, la entidad encargada del llevar el registro se determina libremente por el

²¹⁰ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit.*, p. 6; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities...", *cit.*, p. 42

emisor entre las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas para ofrecer dichos servicios. En el registro se inscribe el nombre del adquiriente y el número de las acciones que compra.

Para los valores que se cotizan en bolsa el registro contable se lleva, de acuerdo con el art. 7.3 LMV, por IBERCLEAR- “Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A”. IBERCLEAR es una sociedad anónima (art. 44 bis LMV) que actúa, con carácter exclusivo, como depositario central y sistema de compensación y liquidación de valores que se negocian en los mercados regulados. El sistema español es un sistema de tenencia directa de valores constituido por dos niveles. En el primer nivel se sitúa el depositario central, IBERCLEAR en cuyos registros se mantienen dos tipos de cuentas- cuentas que reflejan las acciones que tiene cada participante y cuentas en los que se refleja la totalidad de derechos derivados que el intermediario mantiene a nombre y por cuenta de sus clientes. El segundo nivel se ocupa por los intermediarios que son participantes en el depositario central y mantienen un registro detallado de las transacciones sobre los valores de todos sus clientes.

Figura 4



El nombre del inversor aparece en los asientos de su intermediario y en los de IBERCLEAR. Sin embargo, el legislador considera estos dos niveles como parte del mismo sistema. En el preámbulo del Real Decreto 116/1996 se establece que el modelo español es “...un sistema de doble escalón, que no se opone a la idea de unidad del registro contable aún cuando se articule a través de un registro central y de registros de detalle a cargo de las entidades adheridas...”. La conexión entre estos dos escalones se mantiene a través de las denominadas “referencia de registro” que son una combinación de dígitos numéricos que reflejan todos los datos relativos a la tenencia y el transfer de los derechos derivados de las acciones²¹¹.

El sistema español es un modelo típico de tenencia directa. De acuerdo con el art. 15 RD 116/1996, como titular de la cuenta se considera la persona que consta como tal en los asientos del registro contable. El titular de la cuenta, a los efectos de la *lex societatis*, es el accionista y, consecuentemente, “podrá exigir de la Entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta”. Si el propietario de las acciones es el inversor final, el intermediario se considera simple fiduciario. Sus tareas se limitan al mantenimiento y la administración de la cuenta contable. La norma, sin embargo, no hace referencia expresa al último inversor. El art. 15.1 establece que la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo. De la redacción de la disposición se desprende que el titular legítimo es *cualquier* persona y no necesariamente el adquirente final. En el ordenamiento español no se hace distinción entre *legal owner* y *beneficial owner*²¹². El titular de las acciones es la persona cuyo nombre aparece en el registro contable.

Al mismo tiempo, la ley no prohíbe a los intermediarios, participantes en IBERCLEAR, tener cuentas a su nombre. De esta

²¹¹ Las características de las referencias de registro se presentan a continuación.

²¹² GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, “Indirect holdings of securities...”, *cit.*, p. 43

manera, un broker o banco puede adquirir las acciones y tener la cuenta a nombre suyo pero actuar por cuenta de un cliente que prefiere mantener el anonimato. Los valores están anotados a nombre del intermediario y éste se considera titular de la cuenta. A los efectos de la *lex societatis*, él es el accionista, es decir, el intermediario recibe los dividendos de la actividad mercantil de la sociedad y tiene derecho a participar en la Asamblea Anual de Accionistas y decidir sobre las cuestiones planteadas, prestando su voto. El inversor final, para el resto de operadores, no tiene derechos de propiedad sobre las acciones. Dispone tan solo de derechos contractuales oponibles al intermediario y no al emisor. El riesgo asociado con este tipo de tenencia oculta es que en caso de insolvencia del intermediario, los valores que se encuentran anotados a su nombre en el registro de IBERCLEAR, se consideran parte de su patrimonio y entraran en la masa de la insolvencia. La única vía que tiene el inversor oculto para defender sus derechos, es probar ante el tribunal competente la relación contractual con el broker y demostrar que éste último ha actuado por cuenta de un tercero²¹³.

La insolvencia del intermediario no afectará en ningún caso los derechos del inversor si en el registro central como titular de la cuenta conste el nombre del adquiriente final y no él de su broker. En el sistema español, como típico modelo de tenencia directa, el intermediario no tiene derechos de propiedad sobre los valores anotados en cuenta. Sus obligaciones provienen, por un lado, de la normativa aplicable y, por otro, de las condiciones del contrato con el cliente²¹⁴. En el primer caso, el intermediario actúa como participante en el depositario central y desarrolla funciones de interés público- es la persona a la que la ley otorga competencias para efectuar y anotar todas las operaciones sobre las acciones, cumpliendo estrictamente las disposiciones reguladoras. De la exactitud de las anotaciones depende el correcto funcionamiento del mercado financiero. Por otro lado, las obligaciones del broker/ banco se determinan por las condiciones del

²¹³ *Idem.*, p. 43

²¹⁴ *Idem.*, p. 44

contrato entre éste y su cliente. El intermediario está obligado a cumplir su compromiso de custodia, mantenimiento y administración de la cuenta contable y ejecutar las órdenes del inversor en relación con las acciones anotadas en cuenta. En caso quiebra del intermediario, participante en IBERCLEAR, de acuerdo con el art. 44 bis.9 LMV, los valores que éste mantiene a nombre de sus clientes se separan de su patrimonio²¹⁵. La Comisión Nacional de Mercado de Valores asigna, sin gasto alguno para el inversor, la custodia y gestión de las acciones anotadas en cuenta a otro participante en el sistema²¹⁶.

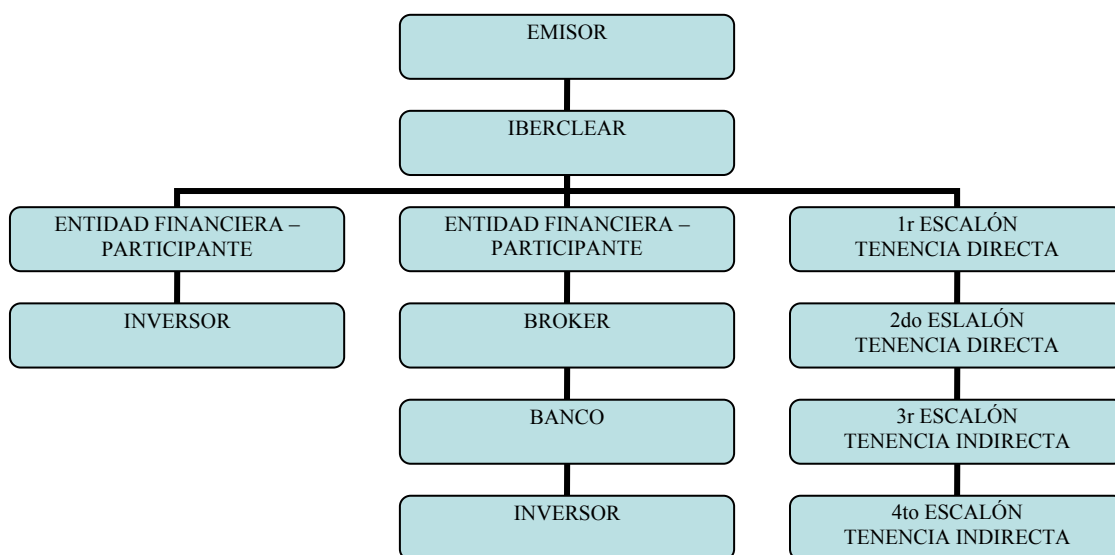
La presunción, que el titular de los valores es la persona que aparece legitimada en el registro contable, se aplica solo para el primer y el segundo escalón de la cadena de adquisición. Esto es, la ley reconoce la calidad de accionista en el modelo de tenencia directa a las personas que se encuentran dentro del esquema de doble escalón. Si la persona inscrita en el registro del participante en IBERCLEAR es un profesional y trasfiere los derechos derivados de las acciones a una tercera persona, ésta última no aparecerá en el registro del participante, ni tampoco, en el de IBERCLEAR. A éste tercer nivel se aplicarán las normas de tenencia indirecta, es decir, a los efectos de la *lex societatis*, no se le considera accionista²¹⁷. El adquiriente del tercer escalón no está legitimado a exigir cumplimiento de los derechos derivados de las acciones *vis a vis* el emisor. Tiene, tan sólo, derechos personales ante su intermediario, la persona que se sitúa en el segundo eslabón. Lo mismo se aplica para todos los adquirientes sucesivos.

²¹⁵ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit*, p. 14-15

²¹⁶ Art. 44 bis. 9 LMV dispone que "Declarado el concurso de una entidad participante en los sistemas a que se refiere este artículo, 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 esta actividad. De igual forma, los titulares de tales valores podrán solicitar el traslado de los mismos a otra entidad. Si ninguna entidad estuviese en condiciones de hacerse cargo de los registros señalados, esta actividad será asumida por la sociedad de sistemas de modo provisional, hasta que los titulares soliciten el traslado del registro de sus valores. A estos efectos, tanto el juez del concurso como la administración concursal facilitarán el acceso de la entidad a la que vayan a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso. 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."

²¹⁷ *Idem.*, p. 44

Figura 5



La adaptación del ordenamiento español a las nuevas condiciones y técnicas de mercado que implementan la tenencia y el transfer electrónico de los derechos negociables no ha requerido cambios radicales en el marco regulador²¹⁸. El legislador español no crea nuevos conceptos o figuras legales, a diferencia del legislador estadounidense o canadiense, que establecen el concepto del *securities entitlement*. En el ordenamiento interno, al igual que en el francés o alemán, se aplican los conceptos tradicionales, adaptadas a las nuevas condiciones del mercado. Los derechos y las obligaciones incorporados en el título ahora se inscriben en un registro electrónico. El transfer de dichos derechos se efectúa no con la entrega del papel, sino con anotaciones contables en dicho registro. El legislador considera que la normativa aplicable contiene mecanismos legales que permiten adaptar las técnicas tradicionales a las nuevas condiciones sin dejar desprotegidos los intereses de los inversores²¹⁹. El soporte físico, el título, se sustituye por un soporte electrónico. El inversor que tiene acciones representados por anotaciones en cuenta tiene los mismos derechos y la misma

²¹⁸ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...., cit, pp. 5, 9

²¹⁹ *Idem.*, p. 5

protección que el accionista que tiene en su posesión acciones representados por medios de títulos. El inversor cuyo nombre aparece en el registro del intermediario y del depositario central es el propietario de las acciones. Si quiere realizar alguna transacción o ejercer alguno de los derechos de accionista, necesitará los servicios del intermediario. De acuerdo con el art. 25 RD 116/1992 el ejercicio de los derechos económicos- Los derechos al cobro de intereses, dividendos y cualesquiera otros de contenido económico, se realiza a través de las entidades en cuyo registro están anotadas las acciones. Por otro lado, el depositario central está obligado a informar periódicamente al emisor sobre las transacciones que se realizan en relación con las acciones que éste ha emitido. Consecuentemente, tanto las entidades encargadas con el registro contable, como los participantes en dichos sistemas actúan como fiduciarios. El inversor es el único propietario de los valores subyacentes. Es importante subrayar que ni el intermediario, ni el depositario central tienen derecho alguno de propiedad sobre las acciones. Su única tarea es la custodia, la compensación y la liquidación de los valores anotados en cuenta. Consecuentemente, en el Derecho español no se reconoce la propiedad conjunta entre el intermediario y el inversor sobre el *pool* de valores. El propietario de las acciones es el titular de la cuenta- la persona cuyo nombre está anotado en el registro central. Esta norma es válida incluso para las cuentas fungibles en las que están anotadas acciones de una misma clase y serie y los demás valores de un mismo emisor cuyas características, desde el origen o de modo sobrevenido, sean las mismas. En este caso, el art. 17 RD 116/1992 dispone que la persona que aparece anotada en el registro contable tendrá la propiedad de una cantidad determinada de estas acciones sin referencia que indique individualmente los valores. El intermediario, en tal caso, está obligado a devolverle al inversor acciones de la misma cantidad, calidad y clase que las que el primero tiene anotados en el registro contable.

2.2. ADQUISICIÓN Y TRANSFER DE ACCIONES

La desmaterialización e inmovilización de los valores ha transformado la estructura de las operaciones en los mercados financieros internacionales. Se han retirado de circulación los valores representados por títulos. Los instrumentos financieros, objeto de negociación, están representados por medio de anotaciones en cuenta y el transfer se realiza con la correspondiente anotación de crédito y débito en las cuentas contables del adquiriente y el vendedor. Las transacciones de valores anotados en cuenta siguen el mismo esquema que las operaciones sobre valores representados por títulos. Para el transfer del documento, del soporte físico, es imprescindible un acuerdo válido de compraventa entre el vendedor y el comprador y la transmisión de la propiedad de las participaciones societarias. En caso de acciones al portador, el transfer se realiza con la entrega del documento. En el supuesto de participaciones nominativas, la transmisión de los derechos se efectúa con la entrega del título y/o con el endoso. En este segundo supuesto algunos ordenamientos (el ordenamiento inglés) requieren la validación de la transacción ante notario y la inscripción del transfer en el registro del emisor²²⁰

El mecanismo de transfer de las participaciones societarias anotadas en cuenta respeta las mismas pautas, pero sigue un procedimiento diferente. Para la transferencia de los títulos se distinguen las dos etapas - el proceso de negociación y la consecuente contratación. Sin embargo, en las transacciones de valores anotados en cuenta hay una tercera etapa que no se identifica con tanta claridad en las operaciones de compraventa de títulos, la post contratación. La post-contratación se compone por dos procesos, la compensación y la liquidación, ambos, procedimientos complejos y complicados que destacan por su carácter imperativo y por la importancia que tienen

²²⁰ MICHELER, Eva, "Doctrinal Path Dependence...", *cit.*, pp. 25-36; Micheler, Eva, *Property in securities...*, *cit.* pp. 90-99

para la estabilidad y el correcto funcionamiento de los mercados financieros.

2.2.1. NEGOCIACIÓN Y CONTRATACIÓN

La adquisición de los valores empieza con la orden de compra o venta que el cliente da a su broker o banco. Si la entidad financiera tiene en su cartera las acciones, se realiza una simple anotación contable de crédito en la cuenta del inversor y de débito en la cuenta del vendedor, o del cliente a cuyo nombre estaban anotadas anteriormente las acciones. Si el broker no dispone en su cartera de las participaciones societaria que el inversor quiere adquirir, busca comprarlas de otras entidades financieras. Si la compañía emisora cotiza en bolsa, el intermediario, si es miembro del mercado regulado, anota la orden de compra en el sistema de la bolsa. Si no es miembro del mercado secundario, contrata los servicios de un proveedor que los sea. La orden de compra y venta se anota automáticamente en el sistema de la bolsa, junto con el precio de cotización²²¹. Si la oferta coincide con la demanda, la información se remite al broker. La siguiente etapa es la *confirmación*, que supone el acuerdo entre las partes del contrato de compraventa sobre el precio de las acciones, la cantidad y los detalles relacionados con la transacción. Las partes deben especificar la cuenta en la que los valores se han de anotar, previo pago del precio acordado²²².

El comprador se considerará propietario de las acciones o de los derechos derivados si el transfer de dichos derechos es válido. La validez de la transacción depende del cumplimiento de una serie de

²²¹ CARVALHO, Cynthia Hirata de, "Cross-Border Securities Clearing...", *cit.*, p. 14

²²² CARVALHO, Cynthia Hirata de, "Cross-Border Securities Clearing...", *cit.*, p. 14; GOLDBERG, Linda, KAMBHU, John, MAHONEY, James M., RADECKI, Lawrence, SARKAR Asani, "Securities Trading and Settlement in Europe: Issues and Outlook", *Current issues in economics and finance*, Federal Reserve Bank of New York abril 2002, vol.8, N°4, pp. 1-6, p. 2; GUADAMILLAS, Mario, KEPPLER, Robert, "Securities clearance and settlement system. A guide for best practice", Banco Mundial, Policy Research Working Paper, N° 2581, abril 2001, p. 5, en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=632650

condiciones legales. En primer lugar, debe haber un acuerdo válido de compraventa entre las partes²²³. Por esto, la voluntad del comprador de adquirir acciones de determinada compañía por un determinado precio debe coincidir con la voluntad del vendedor de vender las acciones que tiene de la misma sociedad por dicho precio. Esta primera etapa es la negociación que precede a la contratación. En la segunda etapa, sobre la base un válido acuerdo, las partes celebran el contrato de compraventa. Estas dos etapas son comunes para el transfer tanto de las acciones representadas por medio de títulos, como para los valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

2.2.2. POST-CONTRATACIÓN

La presencia de un acuerdo válido entre las partes y el correspondiente contrato de compraventa se sigue por una tercera etapa – la post-contratación. La tercera etapa incluye el proceso/s de transfer de los derechos negociables del vendedor al inversor. Condición indispensable para la validez de la transacción de las participaciones societarias es que el vendedor debe ser el propietario real de las acciones. Esto es, el adquiriente se convierte en titular de los valores sólo si el vendedor lo es²²⁴.

Tradicionalmente, los valores estaban representados exclusivamente, por medio de títulos. Tanto en los mercados internacionales de capital, como en las operaciones con carácter interno, las acciones se transferían con la entrega del título o con el endoso y la entrega del documento que incorporaba los derechos negociables. En la actualidad esta técnica se aplica tan sólo para el transfer de las acciones representadas por medio de títulos que se negocian fuera de los mercados regulados nacionales. En el Derecho español los valores representados por títulos se dividen en dos grupos:

²²³ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit.*, p. 10

²²⁴ BENJAMIN, Joanna, "Cross-border electronic transfer...", *cit.*, p. 36; MICHELER, Eva, *Property in securities...*, *cit.*, p. 31

acciones nominativas y acciones al portador. Las acciones nominativas se transfieren con el endoso y la entrega del documento, mientras que las acciones al portador, con la entrega del soporte físico que incorpora los derechos y obligaciones del accionista, oponibles directamente al emisor²²⁵. El Derecho alemán, austríaco, francés, norteamericano, etc, siguen el mismo mecanismo: los valores nominativos se transmiten a través de endoso y entrega del documento, mientras que las acciones al portador, con la entrega del soporte físico²²⁶. En el Derecho inglés las acciones representadas por medio de títulos que emite la sociedad también se clasifican como nominativas (*registered*) y al portador (*bearer*). El segundo tipo se transfieren con al entrega del certificado y no requiere la inscripción de la transacción en el registro de la sociedad²²⁷. La mayoría de las acciones que se negocian en los mercados británicos no regulados son las acciones nominativas, el transfer de las que se realiza con la participación activa de la sociedad emisora. El nombre del adquirente se inscribe en el registro y éste recibe un certificado que incluye sus datos personales y el número y clase de acciones adquiridas. Se emite sólo un certificado para todas las acciones que compra un inversor. Si esta persona vende parte de las acciones, la sociedad emite a ambos, certificados que especifican el número y clase de participaciones societaria que tiene cada uno después de la compraventa. Los certificados que se les entregan a los accionistas son tan sólo documentos de prueba de la titularidad, no incorporan los derechos del accionista *vis a vis* el emisor. Por esta razón, su entrega no es suficiente para el transfer de los derechos negociables. La transmisión de la propiedad se realiza a través de novación- se eliminan

²²⁵ El transfer de acciones en el sistema español se presenta con más detalle en los apartados a continuación

²²⁶ GRUSON, Michael “Global shares of German corporations and their dual listing on the Frankfurt and New York Stock Exchange”, *U.Pa.J.Int’l.Econ.L.*, vol. 22, 2001, pp. 185-283, *punto 6*, pp. 225-253, 231-237; MICHELER, Eva, *Property in securities: ..., cit.*, pp. 21-62, 165-182; MICHELER, Eva, “Doctrinal path dependence...*cit.*”, pp. 25-28, 37-42

²²⁷ MICHELER, Eva, *Property in securities ..., cit.*, pp. 24-25

los derechos del vendedor del registro de la sociedad y se constituyen nuevos derechos, los del adquirente²²⁸.

El transfer de los documentos físicos, sin embargo, resulta por completo inadecuado para la transmisión de los derechos negociables en los mercados financieros internacionales. El transfer de los documentos que incorporaban los derechos y las obligaciones de los accionistas eran operaciones laboriosas, complejas y costosas. Además, al carácter altamente especulativo de las operaciones financieras se le añaden riesgos jurídicos y económicos adicionales. La transmisión de los derechos negociables supone el transfer del soporte físico en el que están incorporados o evidenciados. El adquirente corre el riesgo de pérdida, falsificación o robo. A todo este cuadro se le añade la crisis de papel de los años 60 que se recuerda con un bloqueo del sistema de compensación y liquidación de las operaciones en los mercados regulados nacionales e internacionales²²⁹.

Las inconvenientes que presentan la tenencia y el transfer de acciones representadas por medio de títulos obligaron al legislador nacional y a todo el sector financiero a cambiar los mecanismos de tenencia y transfer de los derechos negociables. En la actualidad el objeto de transacción en los mercados regulados internacionales son acciones representadas por medio de anotaciones electrónicas y el transfer se realiza con anotaciones contables. Los valores físicos, los que todavía circulan, están inmovilizados en depósitos centrales. Los inversores ya no mantienen relación directa con el emisor y no tiene en su posesión las acciones. La sociedad que emite las acciones, las deposita en una entidad encargada con la custodia de los valores que, en ocasiones, realiza las tareas de liquidación y compensación. Los derechos del inversor se encuentran anotados en la cuenta de su intermediario que puede o no ser participante del depositario central,

²²⁸ BENJAMIN, Joanna, "Cross-border electronic transfer...", *cit.*, pp. 40-41; ASÍS SANCHO REBULLIDA, Francisco de, "De la novación" ..., *cit.*; CRISTÓBAL-MONTES, Ángel, "La llamada novación...", *cit.*; GETE-ALONSO Y CALERA, María del Carmen, "Apuntes para una explicación...", *cit.*, pp. 303-320; MICHELER, Eva, *Property in securities...*, *cit.*, p. 21

MICHELER, Eva, *Property in securities...*, *cit.*, pp. 24-25

²²⁹ Sección II, punto 2

que, por su parte, custodia los valores subyacentes que emite la sociedad. Objeto de negociación y transfer, consecuentemente, no son dichos derechos subyacentes, sino los derechos derivados de las acciones depositadas en el CSD.

La tenencia electrónica en depositarios centrales ha impuesto un nuevo esquema de la compensación y liquidación de las operaciones en los mercados financieros internacionales. El volumen de transacciones diarias y el carácter altamente especulativo de las operaciones ha llevado a la creación de un sistema complejo que pretende proteger los derechos de todos los participantes y garantizar un mecanismo eficiente y eficaz de compensación y liquidación de las operaciones que se realizan en los mercados de capitales. Partícipes activo e indispensable en dicho mecanismo son las entidades financieras que construyen la pirámide entre el emisor y el inversor final. El mecanismo, necesario para concluir una operación de valores se define como Sistema de Compensación y Liquidación²³⁰. A continuación se presentarán con

²³⁰ BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, “Cross-border securities settlements”, *cit.*; BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, “Delivery versus payment...”, *cit.*; BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, “Recomendaciones...”, *cit.*; BERNASCONI, Christoph/ POTOK, Richard/ MORTON, Guy, “General Introduction...”, *cit.*; CARVALHO, Cynthia Hirata de, “Cross-Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Prerequisite to Financial Markets Integration- Challenges and Perspectives”, HWWA Discussion Paper No. 287, Hamburg University of Economics and Politics, en SSRN-id575981.pdf; COMISIÓN EUROPEA, Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, “Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a seguir” Bruselas, 28.4.2004, COM(2004) 312 final, en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2004:0312:FIN:ES:PDF>; COMISIÓN EUROPEA, Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo - Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea - Cuestiones principales y desafíos futuros, Bruselas, 28.5.2002, COM(2002)257 final; COMISIÓN EUROPEA, Comisión Europea, CESAME Report, “The work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts’ Group (“CESAME” group), Solving the industry Giovannini Barriers to post-trading within the EU”, 28 November 2008, en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/cesame_report_en.pdf; COMISIÓN EUROPEA, Grupo Giovannini, “Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union”, Bruselas, Noviembre 2001, en http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf; COMISIÓN EUROPEA, Legal Certainty Group, “Cross-Border Clearing...”, *cit.*, pp. 4-20; Comisión Europea, Legal Certainty Group, “EU Clearing and Settlement, Legal Certainty Group Questionnaire, Horizontal answers”, Brussels, MARKT/G2/MNCT D(2005), en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm; CHRISTY, Fiona, DOSANJH, Herdeep, “The practical elements of settlement and custody” en Odithan, Fidelis, *The future of the global securities market. Legal and regulatory aspects*, Clarendon Press, Oxford, 1996, pp. 131-144; GUYNN, Randall D, MARCHAND, Nancy J. “Transfer or pledge of securities...”, *cit.*, pp. 51-55; HAKES, Russell A., “UCC article 8...”, *cit.*, pp. 661-786; GARRETT, Ray, Jr., “Efficiency in transferring securities”, Securities and Exchange Commission, 21 de Febrero de 1974; GUADAMILLAS, Mario, KEPPLER Robert, “Securities Clearance and Settlement System- a guide to best practices- World Bank”, Policy research working paper 2581, abril, 2001; LANNOO, Karel, LEVIN Mattias, “The Securities Settlement Industry in the EU- Structure, Costs and the Way Forward”, Centre for European Policy

detalle las características más del sistema de compensación y liquidación, desde la perspectiva jurídica, subrayando los aspectos que tiene relevancia destacada para la problemática conflictual.

2.2.2.1. LOS PARTICIPANTES

Las operaciones de adquisición de valores en los mercados internacionales de capital siguen una estructura piramidal en la que en la parte superior está situada la sociedad emisora y en la inferior, el inversor final. En los diferentes escalones se sitúan los intermediarios. Los emisores son sociedades que buscan financiación de su actividad mercantil y la vía más cómoda para conseguirlo es a través de la emisión y la oferta de participaciones societarias. El inversor, contra el precio pagado, obtiene una serie de derechos económicos y políticos. Los emisores de valores pueden ser tanto sociedades públicas, como privadas.

El emisor, sin embargo, no participa de forma directa en las operaciones de adquisición y venta de las acciones. Él tan sólo emite los valores y los deposita en una entidad que los custodia y administra. Los participantes activos se puede clasificar en dos grupos: los inversores y los proveedores de servicios financieros²³¹. Los primeros pueden ser personas físicas que invierten sus ahorros en productos financieros.

Studies, CEPS research report, diciembre 2001, en <http://www.ceps.be>; LINCIANO, Nadia, SICILIANO, Giovanni, TROVATORE, Gianfranco, "The Clearing and Settlement Industry: Structure, Competition and Regulatory Issues", CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), Mayo 2005, en SSRN-id777508.pdf; LÖBER, Klaus M. "The changing legal landscape for clearing and settlement in the EU", *ULR*, 2005 1-2, pp. 155-188, MOONEY, Charles W., Jr "Beyond negotiability...", *cit.*, pp. 316-330; PARLAMENTO EUROPEO, Informe 4 de diciembre de 2002 sobre la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo titulada "Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea, Cuestiones principales y desafíos futuros", (COM(2002) 257 C5-0325/2002 2002/2169(COS)), Ponente: Generoso, Andria, en <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A5-2002-0431+0+DOC+PDF+V0//ES>; PAZ ARES, Cándido, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Conflictos de leyes y garantías...", *cit.*, pp. 1479-1519; RUSSO, D./ HART, T./ MALAGUTI, M. C./ PAPATHANASSIOU, C., "Governance of securities clearing and settlement systems", Banco Central Europeo, Occasional paper series, No. 21/octubre 2004, en <http://www.ecb.int> o http://ssrn.com/abstract_id=752070; VERHAGEN, Rick, "Book-entry securities...", *cit.*;

²³¹ CARVALHO, Cynthia Hirata de, "Cross-Border Securities Clearing...", *cit.*, pp. 12-14; COMISIÓN EUROPEA, "Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a seguir", pp. 4-6; GUADAMILLAS, Mario, KEPPLER Robert, "Securities Clearance and Settlement System, pp. 3-5

Pueden, asimismo, ser inversores profesionales, entidades financieras, que tienen un interés en adquirir acciones de sociedades anónimas. Son, normalmente, bancos, compañías de seguros o entidades de inversión. Ambos tipos de inversores intervienen en las operaciones transfronterizas sin formar parte directamente de los procesos de compensación y liquidación.

El segundo grupo de participantes se constituye por las entidades que participan de forma activa en los procesos de custodia, compensación y liquidación de los valores e intermediación. En su Comunicación titulada “Compensación y liquidación en la Unión Europea- El camino a seguir”, la Comisión Europea estima que los sistemas de compensación y liquidación están compuestos por Sistemas de liquidación de valores, Contrapartes Centrales, Depositarios y Miembros compensadores²³². Los Sistemas de compensación de valores incluyen todas las entidades que realizan las tareas de liquidación previa, liquidación y custodia. Las funciones de custodia y liquidación se realizan por los Depositarios Centrales de valores, mientras que la labor de compensación se efectúa por las Contrapartes centrales (*Central Counterparty (CCP)*). Las CCP pueden estar incorporadas dentro de la estructura administrativa de los mercados regulados o pueden ser entidades independientes otorgadas a proporcionar las tareas de compensación de los valores. La concentración de la compensación y liquidación en un solo órgano reduce los riesgos y los costes de ejecución²³³. Las Contrapartes Centrales pueden formar parte del Depositario Central o ser entidades independientes vinculadas con el CSD. IBERCLER, por ejemplo, ejerce funciones tanto de Depositario Central, como de sistema de compensación y liquidación. En Reino Unido, sin embargo, las tareas de Depositario Central se efectúan por *Euroclear UK & Ireland*, mientras que los procedimientos de compensación y liquidación se realizan por CREST. CREST se controla y gestiona por CRESTCo Limited que, por su parte, es propiedad de

²³² COMISIÓN EUROPEA, “Compensación y liquidación en la Unión Europea...”, *cit.*, p. 5

²³³ CARVALHO, Cynthia Hirata de, “Cross-Border Securities Clearing...”, *cit.*, p. 12

*Euroclear BankSA/NV*²³⁴. CREST mantiene el registro de sus participantes, pero no actúa como intermediario en relación con la liquidación de los valores desmaterializados. Los participantes en CREST adquieren valores desmaterializados directamente del emisor y consecuentemente, mantienen relación directa con el emisor. Así que el titular (*legal owner*) de los valores es el participante y no el CCP. El nombre del participante se inscribe en el registro del CREST y en él de la sociedad emisora.

Los Depositarios Centrales de valores son entidades privadas con organización corporativa que varía en función de la normativa reguladora. Su tarea principal es custodiar y administrar las acciones depositadas por las sociedades emisoras. Dichas entidades mantienen registros contables en los que se anotan las operaciones sobre valores²³⁵. Las acciones, desmaterializadas o no, se depositan en el CSD. Objeto de negociación y transfer no son dichos valores, sino los derechos derivados anotados en cuenta. Por otro lado, el CSD puede o no actuar como intermediario- ser la entidad que mantiene relación directa con el emisor y asumir la responsabilidad de repartir los dividendos y enviar por la cadena la información sobre las actividades de la sociedad. Como intermediarios están autorizados a actuar, entre otros, Euroclear o IBERCLEAR.

La mayoría de Depositarios Centrales son entidades mercantiles, mientras que cuatro están constituidas como bancos: *Clearstream Banking Luxembourg*, el CSD de Luxemburgo y Depositario Centras Internacional (ICSD), *Clearstream Banking Frankfurt*, el CSD de Alemania, *Euroclear Bank* que es el mayor ICSD y *Keler*, el CSD de Hungría²³⁶. Todos desarrollan su actividad conforme a la normativa reguladora del Estado en el que se sitúan. El Depositario central más

²³⁴ BENJAMIN, Joanna/ YATES, Madeleine/ MONTAGU, Gerald, *The law of global custody*, cit., pp. 166-213; ROSE, Norton/HOUSE, Kempson/STREET, Camomile, *Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, Issues affecting Account holders and Intermediaries*, Second Seminar, 23 Junio de 2006, London EC3A 7AN, pp. 48

²³⁵ RUSSO, D., HART, T., MALAGUTI, M. C., PAPATHANASSIOU, C.,, *Governance of securities clearing...*, cit., p. 13

²³⁶ *Idem.*, cit., p.10

antiguo es *Wienwe Giro- und Cassenverein*, fundado en Austria en 1872 cuyo modelo se copia por el *Kassenverein*, el CSD alemán, que ahora forma parte de Clearstream²³⁷. El CSD francés, denominado SICOVAM se constituye después de la Segunda Guerra mundial y ahora es parte del Euroclear. En los Estados Unidos las funciones de CSD se realizan por *The Depository Trust Company (DTC)*, constituida después de la crisis de papel. En 1999 se funda *The Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC)* de la que forman parte *The Depository Trust Company* y la *National Securities and Clearing Corporation*. En la actualidad la DTCC es la entidad más grande que ofrece servicios de custodia y liquidación y compensación²³⁸.

Euroclear, junto con Clearstream son los dos ICSD más importantes. Ambos operan como Depositarios Centrales nacionales e internacionales y como banco. Euroclear se constituye en 1968 como sucursal de la *Morgan Guaranty Trust Company (MGT)*²³⁹. La sociedad, constituida de acuerdo con el Derecho del Estado de Nueva York, operaba en Bélgica como compañía de crédito²⁴⁰. En este momento era participante en el CSD belga, *CIK*. En la actualidad Euroclear no es únicamente CSD de Bélgica, sino que ofrece sus servicios de custodia, compensación y liquidación en Francia, *Euroclear France SA*, Gran Bretaña e Irlanda, *Euroclear UK&Ireland*, Holanda, *Euroclear Nederland*, Finlandia, *Euroclear Finland*, y Suecia, *Euroclear Sweden*. El grupo tiene filiales en Estocolmo, Helsinki, Nueva York, Sao Paulo, Hertfordshire, Frankfurt, Tokio, Hong Kong y Singapur. El éxito del

²³⁷ BERNASCONI, Christoph/ POTOK, Richard/ MORTON, Guy, "General Introduction...", *cit.*, p. 14; MICHELER, Eva, Property in securities..., *cit.*, p. 185-192; MICHELER, Eva, "Doctrinal Path Dependence...", *cit.*, p. 45

²³⁸ La DTC ha sido constituida en 1973 con el fin de realizar las tareas de compensación y liquidación y reducir los costes asociados con estos procedimientos. En 2008 DTC realizó operaciones de por valor de 455 trillones de dólares y 316.6 millones de anotaciones contables. La entidad custodia alrededor de 3.5 millones de valores de sociedades norteamericanas y extranjeras por valor 27.6 trillones de dólares. NSCC, constituida en 1976, realiza las tareas de compensación y liquidación. Asimismo, efectúa las compras y pagos entre sus participantes. El esquema que emplea es T+3 basis. Información completa sobre la organización y las actividades de la DTCC se puede consultar en: www.dtcc.com y sobre DTC en <https://portal.dtcc.com/dtcorg/>.

²³⁹ Información detallada sobre la actividad de Euroclear se puede consultar en: www.euroclear.com

²⁴⁰ VERHAGEN, Rick, "Book-entry securities...", *cit.*, p.112

grupo se debe a la seguridad de las operaciones y la eficacia y eficiencia de sus servicios.

Otro ICSD, que tiene presencia importante en los mercados financieros internacionales, es Clearstream. La entidad ha sido constituida en enero de 2000 con fusión de *Cedel International (Central de Livraison de Valeurs Mobilières)* y *Deutsche Börse Clearing*²⁴¹. La entidad ofrece servicios de post-contratación y en la actualidad opera en 45 mercados. Clearstream actúa como Depositario Central Internacional y Nacional y realiza las tareas de compensación y liquidación de valores. Es el CSD de Alemania y Luxemburgo. Asimismo, ha creado un *Joint venture* con ocho CSD nacionales- *Clearstream Banking AG Frankfurt*, Alemania, *CSE*, Chipre, *Hellenic Exchanges S.A.*, Grecia, *IBERCLEAR*, España, *Oesterreichische Kontrollbank AG*, Austria, *SIX SIS AG*, Suiza, *VP SECURITIES*, Dinamarca y *VPS*, Noruega- con el fin de mejorar la eficiencia y reducir los costes en los procedimientos de post-contratación de las transacciones de valores en los mercados europeos.

Estos participantes en la cadena de intermediación tienen como tarea principal proporcionar el correcto funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Su labor se controla por instituciones administrativas- banco central o comisión de regulación de los mercados de capitales. Estos últimos controlan las actividades de las entidades implicadas en los procesos de compensación y liquidación y adoptan normas que desarrollan la normativa aplicable en materia de operaciones financieras.

El resto de los participantes en la estructura piramidal actúan como enlace, facilitando la compraventa de acciones entre las partes contratantes. En primer lugar, se sitúan los participantes en los CSD o ICSD. Los inversores no pueden mantener cuentas contables directamente con el Depositario Central. Ésta tarea se realiza por entidades financieras a las que la normativa reguladora otorga la

²⁴¹ Información completa sobre la composición, el funcionamiento y los servicios que ofrece Clearstream se puede consultar en: <http://www.clearstream.com>

condición de enlace entre el CSD y el inversor. Dichas entidades son, normalmente, entidades financieras que mantienen relación contractual tanto con el Depositario central como con los inversores. Sus funciones se limitan al mantenimiento de las cuentas contables, el pago de los dividendos e intereses a los titulares de las cuentas y la entrega de la información corporativa relevante a las actividades de la sociedad emisora.

Los inversores nacionales que adquieren valores de sociedades que operan en su mercado, contratan los servicios de un CSD nacional. Los inversores extranjeros, sin embargo, necesitan servicios distintos y más complejos. Las personas que invierten en dos o más mercados no siempre conocen en detalle las particularidades jurídicas y financieras de cada uno de ellos. La falta de información y experiencia de estos operadores permite a los depositarios ofrecer una serie de servicios que minimizan los riesgos asociados. El inversor puede contratar los servicios de depositarios locales que operan en un mercado concreto y conocen las particularidades en su funcionamiento²⁴². Sin embargo, si el inversor desea invertir en múltiples mercados, es más factible que contrate los servicios de un depositario global (*Global custodian*) que mantienen relación contractual con los depositarios que operan en los mercados nacionales. Los *Global custodians* disponen de una amplia cartera de valores y tiene acceso directo a más de un CSD, lo que les permite realizar las transacciones de valores y las anotaciones en cuenta de manera interna²⁴³.

En último lugar se sitúan los brokers o dealers que pueden actuar tanto en nombre del inversor final como, para otro intermediario contratado por el adquiriente. Los brokers/dealers pueden ser miembros de los mercados regulados o tener en su cartera valores de una sociedad anónima que al cliente le interesan. Sus tareas se reducen en adquirir por cuenta del inversor dichas participaciones societarias,

²⁴² LANNOO Karel /MATTIAS Levin, “The Securities Settlement...”, *cit.*, p. 5

²⁴³ CARVALHO, Cynthia Hirata de, “Cross-Border Securities Clearing...”, *cit.*, p. 13

efectuar la anotación contable y mantener la cuenta electrónica a nombre de su cliente.

2.2.2.2. EL MECANISMO DE ADQUISICIÓN

La tercera etapa del mecanismo de adquisición de participaciones societarias es la post-contratación. En esta fase se realizan los procedimientos de compensación y liquidación de los valores. La compensación (*clearing*) de las transacciones de valores es el procedimiento que se emplea para determinar las obligaciones mutuas de los participantes directos (brokers/dealers) para el intercambio de los valores y el capital para el pago del precio acordado²⁴⁴. Dicho proceso puede incluir compensación por novación. La entidad que realiza el procedimiento de compensación puede actuar como Contraparte Central (CCP), comprando las acciones del oferente y vendiéndolas al inversor. La comprobación de las obligaciones es parte de la liquidación previa, mientras que los procedimientos de novación, se denominan compensación²⁴⁵. Con el mecanismo de novación se minimiza los riesgos asociados con el procedimiento de compensación, reduciendo el número y la cantidad de movimientos de valores y dinero que se han de realizar.

La compensación se efectúa por los Depositarios Centrales, nacionales o internacionales y las Contrapartes Centrales (*Clearing Houses*). Los valores y el capital deben entregarse por los brokers o dealers antes de la fecha de la liquidación. Las acciones se bloquean por el depositario y no pueden ser objeto de otra negociación y transfer. Al

²⁴⁴ CARVALHO, Cynthia Hirata de, "Cross-Border Securities Clearing...", *cit.*, p. 15; COMISIÓN EUROPEA, "Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a seguir", *cit.*, p. 5; COMISIÓN EUROPEA, *Draft Working Document on Post-Trading Activities*, Mayo 2006, en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf; GOLDBERG, Linda/ KAMBHU, John/ MAHONEY, James M./ RADECKI, Lawrence/ SARKAR Asani, "Securities Trading and Settlement...",*cit.*, p. 2; GUADAMILLAS, Mario/ KEPPLER, Robert, "Securities clearance...", *cit.*, p. 8; KHIMJI, Mohamed F., " Intermediary credit risk:...", *cit.*, pp. 297-299; LANNOO Karel/ LEVIN, Mattias, "The Securities Settlement Industry...",*cit.*, p. 3

²⁴⁵ COMISIÓN EUROPEA, "Compensación y liquidación ...", *cit.*, p. 5

mismo tiempo, el inversor autoriza su intermediario a pagar el precio acordado en la fase de contratación y a recibir las acciones²⁴⁶. En algunos mercados los brokers/ dealers utilizan la misma Contraparte central para realizar la compensación. De esta manera se reducen, considerablemente, los riesgos de error. La CCP está entre los intermediarios, realizando las tareas de compensación y liquidación.

La *liquidación*, por su parte, incluye la entrega de las acciones contra el pago del precio acordado por las partes²⁴⁷. El pago se puede hacer desde el sistema de liquidación o con transferencia bancaria. La entrega se efectúa por el CSD o el ICSD. La transacción no se considera liquidada hasta que ambas partes realicen sus prestaciones. El vendedor debe transferir las acciones y el adquiriente, pagar el precio. Mientras más corto es el procedimiento de la liquidación, más eficaz es el sistema.

La última etapa del mecanismo de adquisición de valores es la *custodia*. La custodia es el recaudo de los activos y la administración de los valores en nombre del intermediario o el inversor. Este servicio normalmente, se ofrece por los Depositarios Centrales o por entidades que disponen de autorización especial²⁴⁸. El titular de los valores custodiados no es necesariamente, el participante en el CSD o ICSD. Puede ser una persona, física o jurídica, que contrata los servicios de un profesional que mantiene relación contractual con la entidad que realiza la custodia. En las funciones del depositario se incluyen, entre otros, la gestión de las acciones corporativas, servicios de pago de impuestos, el ejercicio de los derechos de voto y el pago de los dividendos.

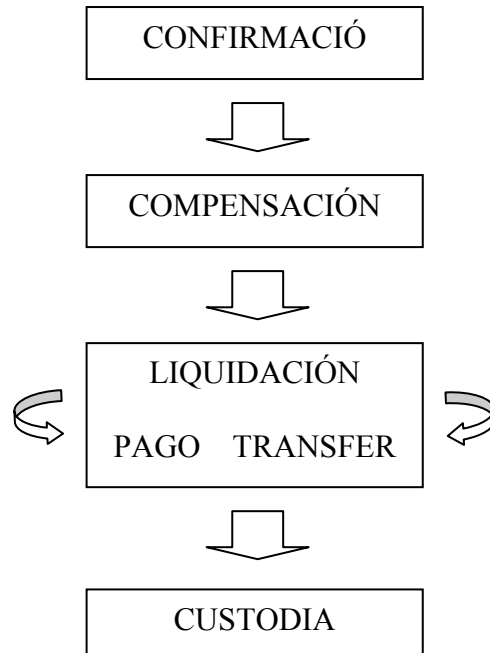
En conclusión, la post-contratación pasa por cuatro etapas- la confirmación, la compensación, la liquidación (que incluye el pago del precio y el transfer de las acciones) y la custodia. La Figura X presenta las diferentes fases.

²⁴⁶ CARVALHO, Cynthia Hirata de, “Cross-Border Securities Clearing...”, *cit.*, p. 15

²⁴⁷ COMISIÓN EUROPEA, “Compensación y liquidación...”, *cit.*, p. 5; COMISIÓN EUROPEA, Grupo Giovannini, “Cross-border clearing...”, *cit.*, p. 5-6; CARVALHO, Cynthia Hirata de, “Cross-Border Securities Clearing...”, *cit.*, p. 15

²⁴⁸ LANNOO Karel, LEVIN, Mattias, “The Securities Settlement Industry...”, *cit.*, p. 5

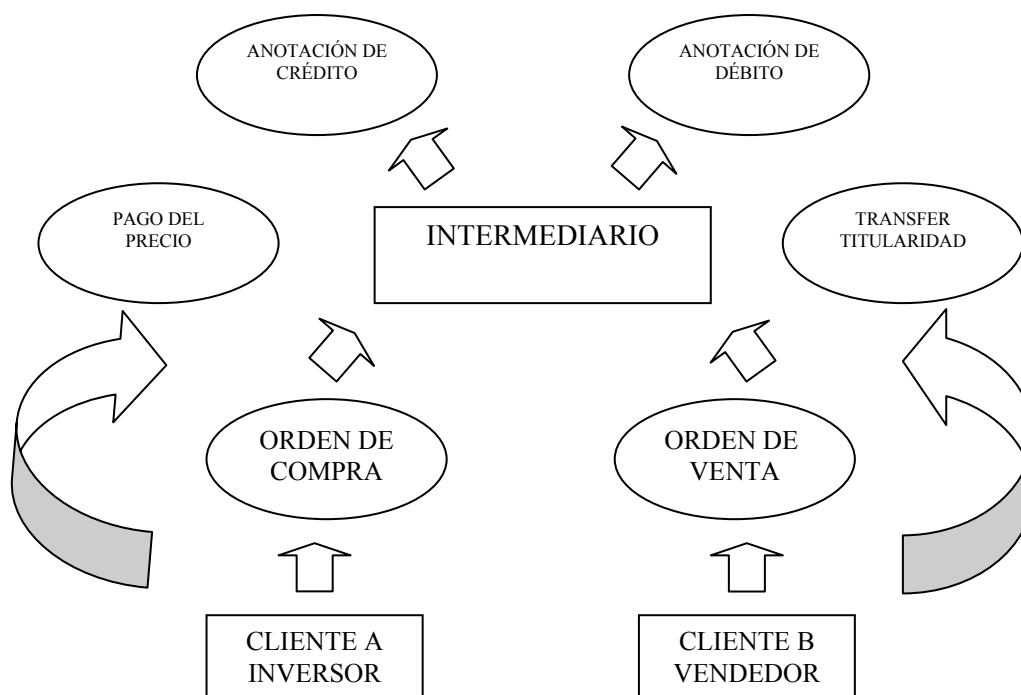
Figura 6



Las transacciones internacionales de valores son operaciones de compra y venta de acciones que tienen como resultado el traspaso de la titularidad sobre las participaciones societarias contra el pago del precio acordado por las partes. El inversor informa a su broker o banco que le interesa adquirir acciones de una determinada sociedad y le da órdenes de compra. Los intermediarios normalmente disponen de una cartera de valores. Si las acciones que son de especial interés para el cliente se encuentran en dicha cartera y su titular desea venderlas, se realiza una transacción interna. El intermediario, contra previo pago del adquiriente, realiza anotaciones de crédito en la cuenta del inversor y las correspondientes anotaciones de débito en la cuenta del vendedor. La ventaja de este mecanismo es que no se requieren posteriores anotaciones en la cadena de intermediarios²⁴⁹.

²⁴⁹ CHRISTY, Fiona/ DOSANJH, Herdeep, "The practical elements...", *cit.*, pp. 135- 137; PAZ ARES, Cándido/GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Conflictos de leyes y garantías...", *cit.*, p. 1489

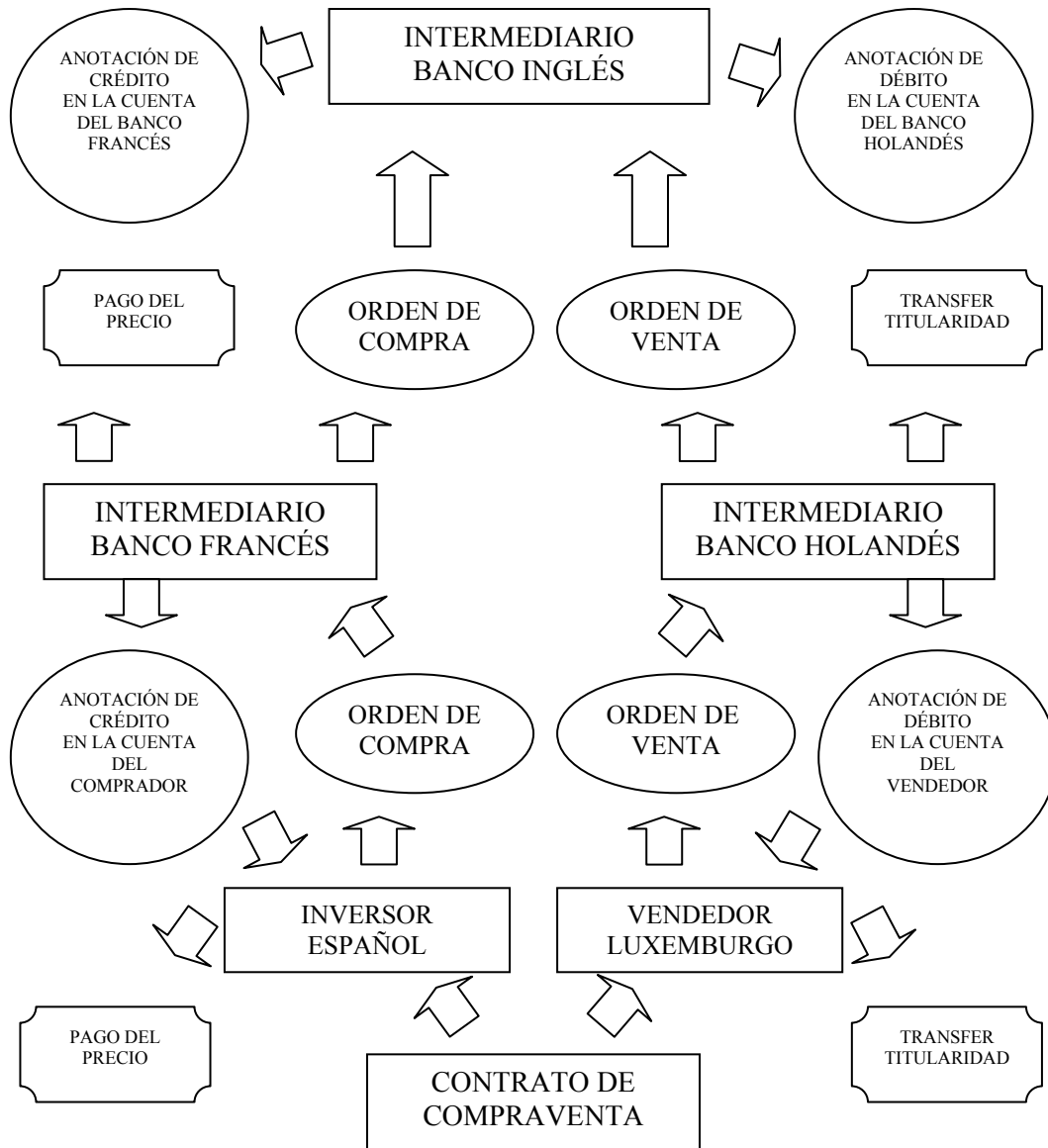
Figura 7



En el caso en el que el intermediario no disponga en su cartera de las acciones que su cliente tiene interés en adquirir, el esquema tiene una composición diferente. La norma es que las anotaciones se realizan en el eslabón común de los adquirientes. Si en el ejemplo anterior el inversor y el vendedor comparten el mismo intermediario, las anotaciones contables se realizan en su registro y no se efectúan anotaciones en el resto de la cadena. Si embargo, si el vendedor y el adquiriente no son clientes del mismo broker/banco, sino, por ejemplo, de Euroclear, las anotaciones se hacen en los registros de ICSD. El siguiente ejemplo ayuda a visualizar la situación. El inversor es una persona física con domicilio en España que quiere adquirir acciones de una sociedad alemana. El vendedor es una persona jurídica con sede en Luxemburgo y es titular de acciones de la cantidad y clase que quiere adquirir el inversor español. Las partes llegan a un acuerdo en cuanto a

la cantidad de las acciones y el precio por pagar. El inversor da la orden de compra a su broker, entidad financiera con sede en Francia, y autoriza el pago de las participaciones societarias, objeto del contrato de compraventa. Por su parte, el vendedor remite la orden de venta a su intermediario, entidad financiera con sede en Holanda, y autoriza la transferencia de la titularidad sobre las acciones. Los dos intermediarios mantienen cuentas en una entidad financiera con sede en Londres que, por su parte es participante en Clearstream Frankfurt. El banco francés da la orden de compra a su intermediario inglés. La entidad financiera holandesa, por su parte, emite la orden de venta a su intermediario, el mismo banco inglés. Ambas órdenes se comprueban por el intermediario común y una vez pagado el precio y bloqueadas las acciones, se realizan las anotaciones de crédito en la cuenta del banco francés que éste mantiene como la entidad inglesa. Al mismo tiempo, se efectúan las anotaciones de débito en la cuenta que el banco holandés mantiene con la entidad británica. A continuación, el banco francés anota la compra de las acciones de la sociedad alemana en la cuenta electrónica del inversor español, mientras que la entidad financiera con sede en Holanda realiza las anotaciones de débito en la cuenta del vendedor, domiciliado en Luxemburgo y efectúa las gestiones de transferencia del precio pagado. El ejemplo tiene la siguiente estructura.

Figura 8



Los dos esquemas son ejemplos muy simplificados de los mecanismos de transfer de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta que se realizan en los mercados internacionales. Tal como se ha indicado reiteradas veces, las operaciones transfronterizas siguen el modelo de tenencia indirecta que se caracteriza con la eliminación de la relación directa entre el inversor y el emisor. El adquirente mantiene relación inmediata sola y

exclusivamente con su intermediario. El broker/ dealer, por su parte, mantiene relación directa con su intermediario y así sucesivamente hasta llegar al primer escalón que sí mantiene relación directa con el emisor. Este principio se aplica tanto para la tenencia de las acciones, como para su transfer.

En este contexto, surge de forma inminente una pregunta: ¿desde qué momento se considera transferida la titularidad sobre las acciones anotadas en cuenta? Como regla general, el propietario es la persona que tiene en su propiedad los activos tangibles, hasta que se pruebe lo contrario. El transfer de los derechos negociables resulta de la anotación contable de crédito en la cuenta del adquiriente y de la anotación contable de débito en la cuenta del vendedor²⁵⁰. Esta regla tiene, sin embargo, diferentes matices que se determinan por las particularidades de la normativa aplicable. La anotación de crédito en la cuenta contable del adquiriente es el momento en el que los derechos sobre los valores anotados en cuenta pasan del vendedor al adquiriente. Este traspaso está condicionado, por un lado, por las instrucciones válidas que el vendedor da a su intermediario y, por otro, por la existencia de suficiente número de valores en la cuenta del que los transfiere²⁵¹.

La cuenta del inversor español se mantiene por un banco francés, lo que significa que a esta cuenta se aplica la ley francesa. El Código monetario y financiero (*Code monétaire et financier*) en su art. L. 211-17 establece que la transmisión de propiedad de instrumentos financieros resulta de la inscripción de estos valores en la cuenta contable del adquiriente²⁵². Así que, la titularidad se transfiere en el momento de la anotación de crédito en la cuenta del inversor.

²⁵⁰ COMISIÓN EUROPEA, Legal Certainty Group, “EU Clearing and Settlement, Questionnaire, Horizontal answers”, Bruselas, MARKT/G2/MNCT D(2005), Cuestiones Nº 17, 18 y 19

²⁵¹ COMISIÓN EUROPEA, Legal Certainty Group, “Moment of transfer”, por Jürgen Than, 24 de febrero de 2006, en http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/24_2_6_than_en.pdf

²⁵² Code Monétaire et Financier, Parte législative, Libro II, Título I, Capítulo I, Sección 2, Subsección 3 – Transmisión, Art. 211-17, creado por Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 - art. 1: Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur.

Esta regla es aplicable sólo para las operaciones que se realizan en los mercados regulados. Para las transacciones sobre valores anotados en cuenta que se efectúan fuera de dichos mercados (las denominadas *over the counter* operaciones) la titularidad se transfiere cuando el transfer es irrevocable, de acuerdo con las normas reguladoras del sistema de compensación y liquidación. Las transacciones se convierten en irrevocables al final del día²⁵³.

En el Derecho inglés el transfer de valores anotado en cuenta se considera efectuado en el momento en el que la anotación ha sido inscrita en el registro del CSD. Sin embargo, el art. 24 *Uncertificatd Securities Regulations 2001* establece que tal inscripción tiene tan sólo prueba de la titularidad. El adquiriente no se considera accionista si no está, también, inscrito en el registro de la sociedad como titular de las acciones²⁵⁴. En Gran Bretaña, la liquidación se realiza por CREST. En el sistema de compensación y liquidación británico se realizan las anotaciones de débito en la cuenta del adquiriente y de crédito en la del vendedor. Sin embargo, la titularidad sobre los derechos derivados se transfiere, de acuerdo con el art. 24.6 *Uncertificatd Securities Regulations 2001* con la inscripción del adquiriente en el registro de la sociedad emisora.

Lorsque les titres financiers sont admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers mentionné à l'article L. 330-1, le transfert de propriété résulte de l'inscription des titres au compte-titres de l'acquéreur, à la date et dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

²⁵³ HAENTJEANS, Matthias, *The law applicable...*, cit., punto 2.3.3

²⁵⁴ Statutory Instrument 2001 No. 3755, *The Uncertificatd Securities Regulations 2001*, en: <http://www.opsi.gov.uk/si/si2001/20013755.htm#24>

art. 24: Effect of entries on registers

24. - (1) Subject to regulation 29 and to paragraphs (2) and (3) below, a register of members is prima facie evidence, and in Scotland sufficient evidence unless the contrary is shown, of any matters which are by these Regulations directed or authorised to be inserted in it.

(2) Paragraph (1) does not apply to a company's issuer register of members to the extent that any of the particulars entered in that register in accordance with paragraph 2(1) of Schedule 4 are inconsistent with the company's Operator register of members.

(3) The entry of a person's name and address in a company's issuer register of members shall not be treated as showing that person to be a member of the company unless -

(a) the issuer register of members also shows him as holding shares in the company in certificated form;

(b) the Operator register of members shows him as holding shares in the company in uncertificated form; or

(c) he is deemed to be a member of the company by regulation 32(6)(b)

La normativa holandesa sigue el mismo principio. El transfer de valores, fungibles o no fungibles, resulta de las anotaciones de crédito en cuenta del adquirente y de débito en la cuenta del vendedor. Sin embargo, las anotaciones no son constitutivas para la propiedad hasta que no se le entregue al adquirente el certificado que acredita la titularidad²⁵⁵. El art. 17 Wge establece que la entrega de las acciones en el *pool* del participante se realiza con la anotación de crédito a nombre del inversor en la cuenta que mantiene el intermediario²⁵⁶. En Bélgica el transfer de los derechos derivados se regula en el Real Decreto 62 que prevé que los activos de un titular de cuenta se transfieren a otra persona con la simple anotación electrónica. La normativa en cuestión no contiene, sin embargo, una norma concreta que regula el momento exacto a partir del que los derechos se consideran transferidos. Este momento se determina por las normas de funcionamiento de la entidad que realiza las anotaciones en cuenta²⁵⁷.

En el Derecho norteamericano el transfer de los *securities entitlements* se regula en el art. 8-501. La norma establece en su letra b) que el inversor adquiere *security entitlement* si el intermediario indica con la anotación electrónica que los derechos negociables han sido anotados en la cuenta del adquirente²⁵⁸.

El transfer y las correspondientes anotaciones de crédito se realizan después de que el comprador haya realizado el pago. Es decir, el inversor se convierte en titular de los derechos negociables sólo si ha

²⁵⁵ HAENTJEANS, Matthias, *The law applicable..., cit.*, punto 2.4.3

²⁵⁶ Art. 17 Wge: “The delivery of a share in a participant’s pool is effected by crediting to the name of the acquirer in the participant’s administration which is intended for that purpose”. El art. 41 prevé que “The delivery of a share in a giro pool between participants happens through credit to the name of the acquiring participant in the part of the CSD’s administration which is intended for that purpose”; HAENTJEANS, Matthias, *The law applicable..., cit.*, punto 2.4.3

²⁵⁷ COMISIÓN EUROPEA, Legal Certainty Group, EU Clearing and Settlement, Questionnaire, Horizontal answers, Bruselas, MARKT/G2/MNCT D(2005), Cuestión N° 19, pp. 244

²⁵⁸ Art. 8-501 UCC: (b) Except as otherwise provided in subsections (d) and (e), a person acquires a security entitlement if a securities intermediary:

- (1) indicates by book entry that a financial asset has been credited to the person's securities account;
- (2) receives a financial asset from the person or acquires a financial asset for the person and, in either case, accepts it for credit to the person's securities account; or
- (3) becomes obligated under other law, regulation, or rule to credit a financial asset to the person's securities account.

pagado el precio. En el caso de que el precio acordado por las partes no esta abonado, no se pueden realizar las correspondientes anotaciones en las cuentas de las contrapartes. El principio de entrega contra pago (*delivery versus payment*) es una norma básica que garantiza la estabilidad y el correcto funcionamiento del sistema de compensación y liquidación. En sus recomendaciones el G-30 insiste que en la importancia de los mecanismos que garanticen la entrega se realizará sólo si se efectúa el pago. Sin estos mecanismos las contrapartes están expuestas al denominado riesgo de principal el riesgo de que el vendedor de un valor entregue dicho título pero no reciba el pago, o que el comprador de un valor realice el pago pero no reciba a cambio dicho título²⁵⁹. En la actualidad todos sistema de compensación y liquidación aplican este principio y no realizan los procedimientos de liquidación si alguna de las partes no ha cumplido su obligación- la entrega de los valores contra el pago del precio acordado²⁶⁰. Las anotaciones de crédito en la cuenta contable que se mantiene a nombre de un participante en el CSD deben corresponder a las anotaciones de débito de valores de mismo tipo y cantidad en la cuenta de otro participante. El principio de transfer contra pago se reconoce en los Estados en los que se aplica el sistema de tenencia directa- Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Italia, Polonia, Portugal.

En los sistemas de tenencia indirecta es posible realizar anotaciones de crédito sin el correspondiente débito. En dichos sistemas el inversor no mantiene relación directa con el emisor. El último adquiriente no posee derechos de propiedad sobre los valores, sino los denominados *securities entitlement*. Esto últimos son un conjunto de derechos que la persona tiene contra su intermediario en relación con las posiciones que el broker mantiene en la cuenta contable a favor de su cliente. Este conjunto de derechos no es transferible, esto es, no puede ser objeto de negociación y transfer. La

²⁵⁹ BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, “Delivery versus payment...”, *cit.*, p. 3; BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, Comité de sistemas de pago y Liquidación (CPSS), “Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidación”, Marzo de 2003, p. 45, en http://www.bis.org/publ/cpss00b_es.pdf

²⁶⁰ COMISIÓN EUROPEA, Legal Certainty Group, “EU Clearing and Settlement, Questionnaire, Horizontal answers”, Bruselas, MARKET/G2/MNCT D(2005), Cuestión N° 55

adquisición de los derechos derivados no significa que se traspasan del comprador al vendedor los derechos contra el intermediario. La operación supone la eliminación de los *securities entitlement* que el vendedor tiene contra su broker y la creación de unos nuevos *securities entitlement* a favor del comprador *vis a vis* su intermediario. Este mecanismo permite, como consecuencia, la existencia de anotaciones de crédito sin el correspondiente débito²⁶¹.

2.2.3. ADQUISICIÓN Y TRANSFER EN EL SISTEMA ESPAÑOL

En la normativa española la adquisición y el transfer de participaciones societarias están previstos en el art. 56 Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. La norma establece que la transmisión de las acciones al portador se realiza de acuerdo con el artículo 545 del Código de Comercio, es decir, con la transmisión del documento²⁶². Mientras que las acciones nominativas se transmiten mediante endoso, al que se aplican las disposiciones de los artículos 15, 16, 19 y 20 de la Ley 19/1985 Cambiaria y del Cheque²⁶³. De acuerdo con dichas normas, el endoso debe ser total, puro, simple e incondicional. Toda condición incluida en él, se considera no escrita. El endoso parcial es nulo. El endoso se escribe en la participación societaria o en un suplemento y debe estar firmado por el endosante. Todas las transacciones de acciones nominativas se inscriben en un libro-registro que lleva la sociedad, de acuerdo con el art. 55 LSA. La persona cuyo nombre figura en dicho registro, se considera accionista de pleno derecho.

El transfer de las acciones representados por medio de anotaciones en cuenta se realiza, de acuerdo con el art. 9 Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores por medio de transferencias

²⁶¹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit*, p. 11

²⁶² Código de Comercio, Gaceta 16 octubre 1885 a 24 noviembre 1885, núm. 289 a 328

²⁶³ Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque, *BOE* número 172 de 19/7/1985

contables y en el art. 12 RD 116/1992. Ambas normas establecen que la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable, esto es, en la cuenta del vendedor se hacen anotaciones de débito y en la del comprador, de crédito. La propiedad se considera trasferida cuando se realiza la inscripción a favor del adquiriente. Tal anotación tiene los mismos efectos que la entrega del documento en caso de acciones representadas por títulos.

Sea cual fuera la forma de representación de los valores, para la adquisición de los valores es imprescindible que se cumplan dos condiciones²⁶⁴. En primer lugar, debe existir de un acuerdo válido entre las partes, el adquiriente y el vendedor. La falta de tal o la presencia de vicios en el consentimiento, tienen como consecuencia la nulidad del contrato. Sin la existencia de un contrato (válido) entre las partes no se puede transferir la propiedad sobre las acciones. La mera anotación de crédito en la cuenta del inversor y de débito, en la del vendedor, no es suficiente para considerar el transferir los derechos negociables.

En segundo lugar, junto con la existencia de un acuerdo válido, para la adquisición de las acciones se requiere la transmisión de la propiedad. En relación con valores representados por títulos, la propiedad se transfiere con la entrega del documento. En cuanto a valores desmaterializados, el transfer de la propiedad se efectúa con la inscripción de la operación en el registro contable (art. 9 LMV, art. 12 RD 116/1992). Sin embargo, para que el transfer de los derechos negociables sea válido, las anotaciones de débito y crédito en el registro contables se han de efectuar por una persona autorizada que se le reconoce el estatus de participante en el depositario central. Por otro lado, el intermediario, en cumplimiento de sus obligaciones, debe seguir el protocolo establecido para la anotación de la operación en el registro contable. En este contexto, al comprador no se le reconocen derechos de propiedad sobre los valores si la operación está debidamente anotada

²⁶⁴ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit.*, p. 10; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities...", *cit.*, p. 45

en ambos niveles del registro central. Es irrelevante si el inversor haya pagado el precio de las acciones y haya recibido confirmación de su intermediario. Si la anotación de la operación no ha sido correctamente realizada tanto en registro del participante, como en el del depositario central, el adquirente no se considera propietario de las acciones²⁶⁵.

La transmisión de las participaciones societarias que se cotizan en bolsa sigue un procedimiento complejo. El procedimiento de registro, gestión, compensación y liquidación se hace conforme las normas previstas en el 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. El Capítulo II, Sección I regula el registro contable de valores admitidos a negociación en bolsa. El art. 29 establece de manera imperativa que los valores que se cotizan en bolsa han de ser representados por medio de anotaciones en cuenta. Con el fin de efectuar un control adecuado y eficaz del sistema, a cada operación se da una referencia de registro. Este sistema permite realizar un seguimiento histórico de las operaciones que se realizan en todos los mercados regulados. En el registro del IBERCLEAR se anotan todos los datos relevantes que permiten determinar en todo momento tanto al emisor de los valores, como al último adquirente, accionista de pleno derecho. Este es el elemento distintivo que diferencia el sistema de tenencia directa de valores negociables del sistema de posesión indirecta. La identificación de las principales características de cada uno de dichos sistemas es de relevante importancia puesto que ayuda a determinar la problemática conflictual en relación con la negociación de participaciones societarias en los mercados regulados internacionales.

En la operación de adquisición las ordenes de compra y venta de valores cotizados se anotan a través del *Sistema de Interconexión Bursátil Español*. SIBE, gestionada por la Sociedad de Bolsas, S.A., es la

²⁶⁵ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit*, p. 11

plataforma técnica de contratación del mercado de valores español²⁶⁶. SIBE crea las denominadas *referencias de registro* (RR) que son una composición de 15 dígitos numérico que reflejan las operaciones que se han realizado sobre determinadas acciones que tiene como efecto la cancelación de los valores como consecuencia de una compra, cambio de titularidad o exclusión del sistema²⁶⁷. La referencia de registro tiene la siguiente estructura: 9/090120/5/123456/3. El primer número indica el origen de la transacción. El 9 significa que la transacción se ha realizada en bolsa (6- en LATIBEX). Los seis números consecutivos indican la fecha- 20 de enero de 2009. El siguiente indica la procedencia concreta- 5 es la Bolsa de Bilbao. 123456 son los números de secuencia. Y por último, es el dígito de control. Cuando las acciones depositadas en el CSD son objeto de negociación y transfer, el SIBE comunica este número al intermediario del comprador y al IBERCLEAR²⁶⁸. Una vez realizado el pago, el CSD inscribe dicho número en la cuenta del cliente que consta en su registro. Por su parte, el participante anota los mismos 15 dígitos en la cuenta contable que mantiene a nombre del inversor. De esta manera, la RR consta en los dos niveles- en el registro central y en la cuenta contable del inversor, custodiada por el broker.

Las sociedades que están obligadas por ley a emitir acciones nominativas y quieren cotizar en bolsa, han de inmovilizar dichos valores. De acuerdo con el art. 22 RD 116/1992 el CSD debe informar a la sociedad emisor de todas las operaciones que implican el cambio de la titularidad. En cumplimiento de esta obligación los brokers-miembros del mercado regulado, deben, al final del día, enviar a

²⁶⁶ Más información sobre la reglamentación y las funciones de Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) se puede consultar en su página web: www.sbolsas.es

²⁶⁷ www.iberclear.es – “Cuando como resultado de una compra, un cambio de titularidad de otro tipo o una inclusión en el sistema bursátil, se aportan valores a un nuevo titular, el número de operación se constituye en lo que se denomina "Referencia de Registro" o RR. Dicha RR queda dada de alta en el registro, debiendo ser presentada por la entidad participante cuando, con motivo de una operación de venta, cambio de titularidad o exclusión del sistema, se produzca la cancelación de los valores de su titularidad original. Con el mantenimiento de dichas RRs y su régimen de actualización, se pretende reforzar el sincronismo entre los registros central y de detalle, evitando, de esta forma, dar curso a la liquidación de ventas contra el saldo global de una entidad mientras ésta no consiga identificar su titular original y los valores objeto de la venta”.

²⁶⁸ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, “Indirect holdings of securities..., *cit.*, p. 46

IBERCLEAR a través de la referencia de registro una fichero electrónico (X-21) en el que queden anotadas todas las transacciones de compra y venta, el número de acciones y el nombre del comprador²⁶⁹. El depositario central recoge este fichero y lo guarda junto con el resto de ficheros que contienen información sobre el transfer de acciones nominativas. Al comprobar la coherencia entre las anotaciones de crédito y débito, envía los datos completos al emisor. De esta manera la sociedad emisora tienen información actualizada las transacciones sobre sus valores y le ayuda identificar todos y cada uno de sus accionistas. Las acciones de las sociedades que no están obligadas a emitir valores nominativos, se consideran acciones al portador. En relación con estos valores, el emisor no está obligado a mantener un registro actualizado a diario de sus accionistas. La sociedad anónima accede al registro del CSD sólo cuando se tiene que celebrar la Asamblea Anual de Accionistas o cuando se han de repartir los dividendos económicos.

El empleo de un sistema numérico que proporciona información relevante en relación con las transacciones sobre las acciones anotadas en cuenta presenta una serie de ventajas importantes²⁷⁰. En primer lugar, previene la realización de anotaciones de crédito sin el correspondiente débito, lo que elimina el riesgo de déficit. En segundo lugar, permite rastrear las operaciones. En último lugar, permite llevar constancia y control sobre el número total de valores y operaciones que se realizan en los mercados regulados.

En el sistema español, igual que en la mayoría de los ordenamientos que aplican el modelo de tenencia directa, es imposible realizar operaciones de crédito sin el correspondiente débito²⁷¹. Esto se debe al hecho de que todos los participantes en las operaciones están interrelacionados en un sistema de registro central de dos niveles,

²⁶⁹ *Idem.*, p. 49

²⁷⁰ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit.*, p. 10; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities...", *cit.*, p. 47

²⁷¹ A diferencia de los sistemas de tenencia indirecta en los que inversor tiene los denominados *securities entitlement*. Para más detalle: COMISIÓN EUROPEA, Legal Certainty Group, "EU Clearing and Settlement, Questionnaire, Horizontal answers", Bruselas, MARKT/G2/MNCT D(2005), Cuestión 55

conectados por las referencias de registro. La liquidación de la operación incluye la eliminación de los 15 dígitos de la cuenta del vendedor (las anotaciones de débito) y la creación de un nuevo número que se inscribe en la cuenta contable del comprador (la anotación de crédito)²⁷². Este sistema elimina cualquier posibilidad de riesgo por déficit. En la plataforma SCLV, gestionada por IBERCLEAR, no se realizan anotaciones de crédito o débito en las cuentas de los participantes hasta que el Banco de España no confirme el pago del precio.

Por otro lado, las referencias de registro garantiza la coherencia entre las anotaciones que se hace en los dos niveles del registro centralizado. El intermediario no puede realizar anotaciones de crédito en la cuenta de uno de sus clientes, sin que se refleje esta anotación en el registro que mantiene el CSD²⁷³. La normativa reguladora protege los intereses de los inversores y garantiza la estabilidad del sistema en caso de déficit de valores en la cartera del intermediario. El art. 27. 4 RD 116/1992 establece que cuando el perjuicio consista en la privación de determinados valores y ello sea razonablemente posible, la entidad responsable procederá a adquirir valores de las mismas características para su entrega al perjudicado. El correcto funcionamiento del mercado financiero depende, en gran medida, de la profesionalidad de las entidades financieras que ofrecen sus servicios. En el ejercicio de sus actividades deben cumplir las disposiciones legales y velar por los intereses de sus clientes. En este contexto, el participante en el CSD está obligado a mantener en su cartera igual número de acciones que los anotados en las cuentas de sus clientes. En caso de déficit, debe adquirir valores de la misma clase y cantidad que las que faltan. Esta medida pretende proteger los intereses de los inversores y evitar fallos en el funcionamiento del mercado financiero.

²⁷² GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", *cit*, p. 11

²⁷³ *Idem.*, pp. 13-14

3. CONSECUENCIAS JURÍDICAS

3.1. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LAS FORMAS DE REPRESENTACIÓN DE LAS ACCIONES EN RELACIÓN CON SU NEGOCIACIÓN Y TRANSFER

La distinción entre ambos tipos de representación incide en la manera en la que los valores se custodian, administran y transfieren. El transfer de lo documento físico presenta una serie de inconvenientes que hacen que pierda, cada vez más, su credibilidad y que los operadores apuesten por el uso de acciones anotadas en cuenta. La transacción del soporte material que incorpora los derechos oponibles al emisor o certifica la titularidad de dichos derechos, implica que se deben traspasar documentos físicos de un lugar a otro. La inconveniente es que tal traspaso de la propiedad se alarga en el tiempo. Por otro lado, la emisión de los títulos puede resultar bastante costosa, debido a las medidas de seguridad que ha de asumir el emisor. Para evitar falsificaciones, las sociedades se ven obligadas a incorporar en el documento diferentes técnicas de protección, que tienen su precio correspondiente²⁷⁴. Mientras más nuevo y eficaz es el método de protección, más caro resulta. En siguiente lugar, la tenencia del soporte físico crea un elevado nivel de inseguridad por riesgo de robo, falsificación o pérdida²⁷⁵. El propietario puede defender su derecho de accionista contra la persona que ha robado las acciones, pero no puede hacer nada contra el tercero que los ha adquirido, actuando con buena fe. Por otro lado, el *situs* de los títulos es susceptible de constantes y rápidos cambios, lo que dificulta enormemente la protección de los intereses de las partes implicadas. Cuando las acciones se encuentran en diferentes Estados, el titular de los valores, para defender sus intereses, se ve obligado a tomar en consideración la normativa aplicable en todas las jurisdicciones implicadas. Todos estos factores, junto con la creciente demanda de valores han obligado modificar el

²⁷⁴ GOODE, Roy, "The Nature and Transfer...", *cit.*, p. 109

²⁷⁵ Capítulo I, Sección I, punto 2

modelo de tenencia y transfer de los valores. El detonador fue la crisis de papel de los años 60, seguido por los procesos de globalización y el desarrollo tecnológico que ha hecho posible la modernización del sistema.

La tenencia directa o indirecta presenta una serie de ventajas que justifican su empleo en las operaciones transfronterizas sobre valores anotados en cuenta. En primer lugar, el sistema electrónico de custodia y transfer de los derechos derivados de los valores elimina todas y cada una de las desventajas que presenta la posesión del título físico. Las operaciones transfronterizas se realizan entre operadores que se encuentran en diferentes Estados. La distancia geográfica es un obstáculo al correcto funcionamiento del sistema basado en papel. Esta lejanía física entre los partícipes en dichas operaciones sí que no importa en el sistema electrónico. Las operaciones se realizan con suma rapidez, lo que agiliza la operatividad del sistema de custodia, liquidación y compensación. El desarrollo tecnológico, en este sentido, ha permitido superar la crisis de los años 60 y responder a la creciente demanda de valores. La facilidad con la que se compran y venden acciones anotadas en cuenta ha hecho accesible a toda persona, física o jurídica, que quiere invertir en participaciones societarias de sociedades nacionales y/o extranjeras. Como consecuencia, se ha incrementado la oferta de productos y servicios financieros.

La evolución tecnológica incide directa o indirectamente, sobre la naturaleza de las acciones como objeto de negociación. Los valores se desmaterializan o inmovilizan y en los mercados financieros circulan bienes intangibles. Todos los valores que se negocian en los mercados regulados de un Estado se depositan en un Depositario Central que realiza las tareas de custodia. El transfer de los derechos derivados sigue normas estrictas y los procedimientos de compensación y liquidación se realizan por entidades otorgadas por ley. En los sistemas de tenencia directa el inversor mantiene relación directa con el emisor

de las participaciones societarias, mientras que en el modelo de tenencia indirecta esta relación contable directa se pierde.

Ambos modelos son dos variantes de un mismo sistema electrónico de tenencia y transfer de los valores que presenta ventajas importantes. En primer lugar, se reducen considerablemente los costes directos de administración. Los valores subyacentes se depositan en un Depositario central. A partir de este momento el transfer se realiza con anotaciones contables en las cuentas del adquiriente y el vendedor²⁷⁶. Este mecanismo reduce sustancialmente el coste de administración de las operaciones. En segundo lugar, se mejora el funcionamiento del sistema de compensación y liquidación. Las anotaciones electrónicas permiten realizar el pago y transferir de la titularidad en un plazo muy corto de tiempo y sin mayores riesgos. Estos procedimientos siguen un preciso mecanismo regulado por normas imperativas que tienen como finalidad proteger los intereses de los participantes y garantizar el correcto funcionamiento del sistema. El sistema electrónico de tenencia y el transfer de valores elimina los riesgos asociados con la posesión de los títulos. Sin embargo, crea riesgos nuevos que se deben a las particularidades de su régimen y el hecho de que las operaciones transfronterizas se realizan en un sistema financiero imperfecto.

3.2. *LOS RIESGOS ASOCIADOS A LA TENENCIA Y EL TRANSFER DE LAS ACCIONES*

Las operaciones transfronterizas sobre valores anotados en cuenta se caracterizan con una especial complejidad que se sostiene por las particularidades de las normas reguladoras y la falta de un marco legal y técnico común. Tal complejidad se debe, asimismo, a los riesgos asociados con la tenencia y el transfer de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta contable. El sistema multinivel es el

²⁷⁶ GARCIMARTÍN ALFERÉZ, Francisco J/GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados...", *cit.*, p. 92; PEACH, Philipp, "Harmonising substantive...", *cit.*, p. 1148

modelo que se emplea las de tenencia y el transfer de los valores en los mercados financieros internacionales. Su éxito se debe al hecho de el sistema de tenencia indirecta elimina los costes asociados con la custodia, la administración y el transfer de los valores representados por medio de títulos, así como el riesgo de pérdida, robo o falsificación. Sin embargo, el modelo de tenencia indirecta presenta riesgos importantes que se deben a su estructura piramidal en la que los valores se custodian y administran no por el titular de la cuenta, sino por una cadena de intermediarios. Cualquier fallo en la cadena de custodia afecta no sólo los intereses del cliente, sino que puede tener consecuencia negativa sobre todo el sistema. De allí, que este riesgo se conoce como *riesgo de custodia (intermediary risk)*²⁷⁷. El Banco de pagos internacionales define el riesgo de custodia como “el riesgo de pérdida de los valores mantenidos bajo custodia debido a la insolvencia, negligencia o a una acción fraudulenta del custodio o de un subcustodio”²⁷⁸.

Elemento principal en la relación entre el intermediario y el cliente es la confianza, esto es, el inversor otorga la custodia y la gestión de los valores a su broker o banco confiando que éste actuará como buen profesional. No obstante, en el sistema de tenencia indirecta esta confianza está condicionada por la posición del resto de intermediarios en la cadena de custodia. La posición de cada eslabón de la pirámide deriva de la de su intermediario inmediato, esto es, su posición es una *posición derivada*²⁷⁹. Esta dependencia se visualiza en el siguiente ejemplo. Una sociedad español emite acciones y los deposita en IBERCLEAR. Parte de estas participaciones se adquieren por Euroclear Bélgica que los transfiere a un banco francés que los vende a un

²⁷⁷ COMISIÓN EUROPEA, Grupo Giovannini, “Cross-Border Clearing...”, *cit.*, pp. 18-19; GARCIMARTÍN ALFERÉZ, Francisco J./GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados...", *cit.*, pp. 93-96; KHIMJI, Mohamed F., " Intermediary credit risk:...", *cit.*, pp. 293-295; MOONEY, Charles W., Jr “Beyond negotiability...”, *cit.*, p. 413; OOI, Maisie, Shares and other securities..., *cit.*, p. 93; PEACH, Philipp, “Harmonising substantive rules...”, *cit.*, p.1142; SCHWARCZ, Steven L., “Intermediary Risk...”, *cit.*, p. 1544

²⁷⁸ BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, *Glosario de términos...*, *cit.*, p. 51

²⁷⁹ BENJAMIN, Joanna, "Immobilised securities: Where are they", *BJIBFL*, 1998, p. 85; PAZ ARES, Cándido, GARCIMARTÍN ALFERÉZ, Francisco J., “Conflictos de leyes...”, *cit.*, p. 1488; VERHAGEN, Rick, "Book-entry securities...*cit.*, p. 118

inversor alemán. La titularidad del último adquirente, el inversor alemán, depende de que su intermediario inmediato, el banco francés, tenga suficientes valores anotados a su nombre en Euroclear. Al mismo tiempo, esto depende de que Euroclear tenga suficientes acciones anotadas a su nombre en IBERCLEAR.

El riesgo de custodia presenta problemas muy serios en caso de insolvencia del intermediario. La solución de este problema deriva de la naturaleza de los derechos del inversor. Para evitar posible colapso del sistema y proteger los intereses del último adquirente, la mayoría de los ordenamientos jurídicos reconocen al inversor derechos de propiedad sobre los valores²⁸⁰. En caso de quiebra del intermediario, los valores anotados a nombre del cliente no entran en la masa de insolvencia. Sin embargo, si la normativa nacional lo permite (como es el caso de España) y el broker adquiere determinadas acciones a nombre suyo pero por cuenta ajena, los valores sí se incluyen en la masa de la insolvencia. El cliente, en este último supuesto, podrá defender sus derechos sólo si prueba la titularidad de las acciones ante el tribunal competente.

La interconexión y la dependencia de los participantes en la cadena hacen vulnerable la posición de cada eslabón. El incumplimiento de las obligaciones de los partícipes en la cadena puede afectar seriamente la estabilidad del sistema de compensación y liquidación. Este riesgo de incumplimiento es el que se denomina *riesgo sistemático*²⁸¹. El Banco de Pagos Internacionales determina el riesgo sistemático como el riesgo de que el incumplimiento de las obligaciones por parte de un participante en un sistema de transferencia (o en general en los mercados financieros) pueda hacer que otros participantes o instituciones financieras no sean capaces a su vez de cumplir con sus obligaciones (incluidas las obligaciones de liquidación

²⁸⁰ COMISIÓN EUROPEA, Legal Certainty Group, "EU Clearing and Settlement, *cit.*, Cuestión N° 15, pp. 196-208; SCHWARCZ, Steven L./ BENJAMIN, Joanna, "Indirectly Held Securities..., *cit.*, p. 5

²⁸¹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados..., *cit.*, p. 95; OOI, Maisie, Shares and other securities..., *cit.*, p. 93

en un sistema de transferencia) al vencimiento de las mismas. Tal incumplimiento puede causar problemas significativos de liquidez o de crédito, lo que podría amenazar la estabilidad de los mercados financieros²⁸². El riesgo sistemático puede provocar el denominado “efecto domino”²⁸³. El incumplimiento de las obligaciones de uno de los partícipes en el sistema multinivel tiene consecuencia muy negativas para los que dependen de su posición, los que están por debajo en la pirámide. En el ejemplo anterior, si IBERCLEAR no cumple sus obligaciones, ninguno de los partícipes en la cadena puede cumplir los suyos y el inversor alemán puede perder la titularidad de las acciones. Aunque IBERCLEAR realice correctamente sus tareas, pero Euroclear no, la posición del inversor alemán se ve igualmente afectada.

Las operaciones transfronterizas de adquisición de valores anotados en cuenta son posibles gracias a los procesos de globalización. Sin embargo, cada ordenamiento tiene sus propias normas que regulan el funcionamiento de su mercado financiero. Las particularidades de cada sistema se determinan por el modelo jurídico, las costumbres y los intereses políticos. Las diferencias en la reglamentación de las operaciones, el nivel la protección de los intereses de las partes implicadas y la resolución de los conflictos pueden afectar considerablemente a la estabilidad y el correcto funcionamiento del sistema. Este riesgo se conoce como *riesgo legal*²⁸⁴. El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, determina el riesgo jurídico como la pérdida que asume el inversor o bien, por una transacción defectuosa, o bien, por la inesperada aplicación de unas determinadas disposiciones legales²⁸⁵. El riesgo legal, por lo tanto, es el riesgo de que una parte sufra una pérdida debido a que las leyes o regulaciones no protegen las reglas del sistema de liquidación de valores, la ejecución de los

²⁸² BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, “Glosario de términos...”, *cit.*, p. 53

²⁸³ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, “Los valores depositados...”, *cit.*, p. 95; OOI, Maisie, *Shares and other securities...*, *cit.*, pp. 93; PEACH, Philipp, “Harmonising substantive rules...”, *cit.*; UNIDROIT, *Explanatory Notes*, p. 11

²⁸⁴ OOI, Maisie, *Shares and other securities...*, *cit.*, p. 90

²⁸⁵ Informe de Comité de Basilea de Supervisión Bancaria del Bando Internacional de Pagos, “Risk management practices and regulatory capital - cross-sectoral comparison”, noviembre 2001

acuerdos de liquidación relacionados, o los derechos de propiedad y otros intereses que se mantienen en el sistema de liquidación. El riesgo legal también surge si la aplicación de las leyes o regulaciones es poco clara o la aplicación de una normativa inadecuada²⁸⁶. El Grupo de trabajo del Instituto Internacional de Unificación del Derecho Privado (UNIDROIT) establece que “el riesgo legal puede venir de situaciones en los que la norma aplicada en el caso concreto no coincide con la realidad financiera, o que dicha norma innecesariamente complique o obstaculice la transacción. A menudo, las normas jurídicas que se basan a conceptos legales tradicionales y tienen como objetivo crear una seguridad jurídica, pierden su propósito original cuando se aplican en el sistema moderno de posesión de valores y su transferencia. La consecuencia de la imposición de normas que complican las transacciones es la pérdida de tiempo y su encarecimiento. Además, un procedimiento complicado convierte el proceso de celebración de la transacción, especialmente vulnerable, a errores. Al mismo tiempo, en otros casos, un derecho aplicable anticuado hace imposible el empleo de técnicas especiales que requiere la práctica financiera y esto, consecuentemente, crea barreras de entrada para los inversores.”²⁸⁷

No todos los operadores en el mercado de capitales, sin embargo, calculan con la misma preocupación el riesgo que supone aplicar una norma inadecuada o antigua. Los inversores que emplean cantidades pequeñas de dinero, casi no se preocupan de la inseguridad jurídica que le supone la regulación de la transacción. Los inversores que invierten cantidades más considerables de dinero, antes de realizar la operación buscan la opinión profesional de juristas y economistas, expertos en el tema. Las grandes empresas financieras son las que invierten cantidades significativas y, por lo tanto, son los que asumen un alto nivel de riesgo. Son éstos los operadores cuyo objetivo principal

²⁸⁶ BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, *Glosario de términos...*, cit., p. 53

²⁸⁷ UNIDROIT 2004 - Study LXXVIII - Doc. 19 UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary. Preliminary Draft Convention On Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held With An Intermediary. Explanatory Notes – Rome, December 2004. El texto completo se puede encontrar en: <http://www.unidroit.org/english/documents/2004/study78/s-78-019-e.pdf>

es reducir al máximo los posibles contratiempos en cada transacción y para conseguirlo se necesitan tanto recursos financieros, como la información precisa para poder prevenir y evitar o disminuir todo tipo de pérdidas. En este contexto, conocer la ley aplicable antes de realizar el transfer proporciona la seguridad jurídica necesaria y, consecuentemente, bajar el precio total de la operación.

Los participantes en las operaciones transfronterizas de adquisición de valores anotados en cuenta son personas, físicas o jurídica, que residen en diferentes Estados. Esto hace imposible que todos los aspectos de la transacción se determinen por una única ley. Las partes pueden elegir la ley aplicable a su relación o la jurisdicción competente. Sin embargo, la falta de elección (válida) de ley o de tribunal competente, puede llevar de conflictos que amenacen la estabilidad del sistema. En este aspecto, las organizaciones e instituciones comunitarias e internacionales insisten en los Informes que se citan en la Sección II, punto 3 de este Capítulo, en adoptar normas de conflicto comunes que eliminen o, por lo minimicen el riesgo.

3.3. OBSTÁCULOS AL EJERCICIO DE LOS DERECHOS POLÍTICOS Y ECONÓMICOS DEL ACCIONISTA

Una de las consecuencias negativas del modelo de tenencia indirecta es que crea obstáculos al ejercicio de los derechos de accionista²⁸⁸. La estructura piramidal que caracteriza el sistema de tenencia indirecta de valores anotados en cuenta incide sobre la relación entre el emisor y el inversor. El modelo multinivel elimina la relación *contable* directa entre la sociedad emisora y el último adquiriente. La persona que adquiere participaciones societarias actúa

²⁸⁸ DONALD, David C., "The Rise and Effects...", *cit.*, pp. 23-39; GARCIMARTÍN ALFERÉZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados...", *cit.*, pp. 94-95; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities...", *cit.*, pp. 50-54, PAYNE, Jennifer, "Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK", en *Intermediated securities: legal problems and practical solutions*, GULLIFER L./ PAYNE, J., editores., 2009, El artículo se puede consultar en Oxford Legal Studies Research Paper No. 18/2009, SSRN-id1431005.pdf

como inversor- paga el precio y en cambio espera beneficios económicos. Esta es la lógica financiera. Sin embargo, desde el punto de vista de la *lex societatis*, la adquisición de acciones tiene consecuencias corporativas. A la persona que paga el precio de las acciones la *lex societatis* reconoce una serie de derechos y obligaciones oponibles al emisor. Aparte de los beneficios económicos- el derecho de recibir los dividendos de la actividad mercantil de la sociedad anónima- el accionista tiene derecho a participar en el proceso de toma de decisiones, votando en la Asamblea Anual de Accionistas y/o formando parte de los órganos de administración de la compañía. Estos derechos derivan de su estatus de accionista.

El sistema de tenencia indirecta no afecta estos derechos, sino que incide en la posición del accionista y el ejercicio de los derechos políticos y económicos. La *lex societatis* considera accionista a la persona, física o jurídica, que está inscrita en sus registros, en caso de las acciones nominativas, o la que tiene en su posesión los títulos o certificados, en caso de acciones al portador. Estas personas pueden acceder a la Asamblea Anual de Accionistas, ejercer su derecho de voto y recibir los dividendos de la actividad mercantil de la sociedad. En caso de acciones anotadas en cuenta, estos derechos se reconocen a la persona cuyo nombre aparece en el registro contable que la sociedad mantiene en el Depositario Central.

En el sistema de tenencia directa el emisor mantiene actualizada la información sobre las personas que adquieren participaciones nominativas y puede en cualquier momento pedir al participante en el CSD datos actuales sobre las personas que han adquirido acciones al portador²⁸⁹. Este mecanismo es imposible de aplicar en el sistema de tenencia indirecta. En dicho modelo el intermediario tienen constancia sólo de la persona cuyos valores custodia y administra. El intermediario conoce la identidad de la persona, física o jurídica, que ha adquirido los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta, pero no tiene

²⁸⁹ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities....", *cit.*, pp. 49-50

constancia de los participantes en el resto de la cadena tanto hacia arriba, como hacia abajo.

En el sistema multinivel protagonismo especial tiene el intermediario del primer eslabón. El es la persona que adquiere los derechos derivados de las acciones depositadas en el CSD. En el registro de la sociedad y en el del CSD se inscribe su nombre como titular de los valores. Para la sociedad emisora el accionista es el intermediario del primer eslabón, que puede ser un participante en el CSD o el mismo CSD, si la normativa regulador lo permite. El posterior transfer de las participaciones, sin embargo, se anota tan sólo en las cuentas que el participante abre a sus clientes. La sociedad no tiene constancia de la transacción. El transfer de los derechos derivados en caso de compraventa de valores anotados en cuenta se anota en las cuentas de las contrapartes y en el registro del intermediario que tienen en común.

El principal problema que presenta el sistema multinivel es la imposibilidad de determinar los participantes en la cadena de adquisición y poder, así, identificar el último adquiriente. El modelo de tenencia indirecta crea una situación esquizofrénica. La transacción como operación económica, sigue la lógica mercantil pero es contraria a la lógica del Derecho de sociedades. El bien intangible es objeto de múltiples operaciones con las que se traspa la titularidad sobre los activos. Cada compraventa se realiza de acuerdo con las normas que regulan este tipo de contratos. Este esquema no presentaría más problemas que los habituales para este tipo de relación contractuales si no intervinieran las disposiciones del Derecho de sociedades- la persona que adquiere participaciones societarias se considera accionista. En el modelo de tenencia indirecta como accionistas resultan dos de los participantes en la cadena- el intermediario del primer escalón y el inversor final. El primero, porque su nombre está anotado en los registro de la sociedad y el segundo, porque es el último en la cadena de adquisición.

El aparente conflicto que se forma se soluciona a través de la ficción jurídica. Los ordenamientos que aplican el sistema de tenencia indirecta reconocen derechos a los dos participantes. El intermediario del primer eslabón se califica como *legal owner* y a cara de la sociedad es el accionista. El segundo es el *beneficial owner* – la persona que ejerce los derechos políticos y recibe los dividendos. Para el ejercicio de los derechos de accionista se emplea el mismo esquema que se utiliza para el traspaso de los valores. El *legal owner* debe pasar toda la información relativa a las actividades de la sociedad y los dividendos económicos a su cliente, el intermediario del segundo escalón. Éste los traspasa a su cliente, el intermediario del tercer escalón, que los remite al suyo, y así llegar al inversor final. En el ejemplo que se utilizó en los párrafos anteriores IBERCLEAR traspasa los datos y los beneficios a Euroclear, que los remite al banco francés y éste los entrega al inversor alemán. Por otro lado, los derechos de voto el inversor los puede ejercer, apoderando su intermediario inmediato y dándole órdenes exactas de su decisión en relación con las cuestiones que se debatirán en la Asamblea Anual de Accionistas.

Este esquema pretende garantizar los derechos de todos los participantes en las operaciones de adquisición de acciones sin intervenir en el modelo de tenencia indirecta. Lamentablemente, es el sistema multinivel el que interfiere sobre el ejercicio de los derechos de accionista²⁹⁰. El elemento clave para el correcto funcionamiento del esquema es la comunicación entre los participantes en la cadena. Sin embargo, lo que se observa en la práctica es que la comunicación entre los niveles no se realiza con la exactitud y eficiencia requerida²⁹¹. Los efectos negativos son inexactitud en el traspaso de la información corporativa y la pérdida de los votos o errores a la hora de contar²⁹². La

²⁹⁰ DONALD, David C., "The Rise and Effects...", *cit.*, pp. 34; GARCIMARTÍN ALFERÉZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados...", *cit.*, pp. 94-95; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Indirect holdings of securities...", *cit.*, pp. 50-54

²⁹¹ DONALD, David C., "The Rise and Effects...", *cit.*, pp. 34

²⁹² GARCIMARTÍN ALFERÉZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados...", *cit.*, pp. 93-94; MYNERS, Paul, *Review Of The Impediments To Voting Uk Shares*, Report To The Shareholder Votingworking Group, enero 2004, en <http://www.bba.org.uk/content/1/c4/33/91/164265.pdf> ; En su estudio de 2004 sobre el ejercicio de los derechos de voto en Gran Bretaña, el autor presenta datos

falta de transparencia, la complejidad del sistema y la participación de numerosas personas a lo largo de la cadena de intermediación causan errores graves que son un obstáculo importante para el ejercicio de los derechos políticos de los accionistas. Por esto como solución de este problema algunos autores proponen restituir la relación directa entre el inversor y el emisor, lo que permitirá al accionista ejercer sin problemas añadidos, sus derechos de voto y recibir sin tantos errores la información corporativa²⁹³. ¿Será ésta la solución de todos los problemas?

CONCLUSIONES

El sistema de la tenencia y el transfer de las participaciones societarias experimenta cambios importantes que inciden sobre su naturaleza de manera que se observa un retorno a los orígenes. En su inicio las acciones eran activos intangibles cuya adquisición se inscribía en el registro de la sociedad. La evolución del esquema no es, sin embargo, una evolución paulatina. La modernización es consecuencia de las épocas de crisis que marcan significativamente su desarrollo. La ineficacia del registro del transfer de las acciones intangibles tiene como resultado el empleo de títulos o certificados cuya naturaleza se define por la normativa reguladora de cada Estado. La crisis de papel, junto con el desarrollo tecnológico, cambia radicalmente el modelo existente, imponiendo métodos innovadores para la oferta y la negociación de las

inquietantes sobre el mal funcionamiento del mecanismo. "There is little transparency in the process. Where a custodian is appointed the registered or legal owner of the shares (and hence the person recognised by the issuer's registrar as entitled to vote) is normally the custodian's nominee company. The registrar may well not be aware of the identity of the beneficial owner nor will it necessarily know who is the person responsible for the voting decision (in many cases the investment manager)"; OXEMA (Oxford Economic Research Associates), "Corporate action processing: what are the risks?", Informe annual, 2004

http://www.dtcc.com/downloads/leadership/whitepapers/2004_oxera.pdf

²⁹³ DONALD, David C., "The Rise and Effects...", *cit.*, pp. 34-36; GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados...", *cit.*, p. 38; KAHAN Marcel/ ROCK, Edward B., "The Hanging Chords of Corporate Voting", *Geog.LJ*, Vol. 96, p. 1227, 2008, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic Research, Paper No. 07-18, NYU Law and Economics Research Paper No. 07-29, ssrn: SSRN-id1370993.pdf

acciones y la compensación y liquidación de las operaciones transfronterizas.

La necesidad de modernizar el sistema y de establecer nuevos criterios de funcionamiento lleva a la creación de un modelo en el que el papel principal lo tienen los intermediarios. La modernización tecnológica se incorpora con gran éxito en el funcionamiento de las bolsas. La implementación del sistema electrónico requiere la inmovilización o la desmaterialización de los valores negociables. Los dos procesos innovadores inciden con fuerza sobre la naturaleza de las acciones. El objeto de transfer no son los derechos subyacentes, sino los derechos derivados de los valores. En los mercados internacionales ya no circulan activos tangibles que requieren la entrega del documento para la transmisión de la propiedad. Las participaciones societarias, objeto de negociación, son bienes intangibles, fungibles o no-fungibles, que se transfieren con anotaciones de débito y crédito. Los mecanismos concretos varían en cada ordenamiento jurídico. En función de si el inversor mantiene o no relación con el emisor, se distinguen dos modelos- el sistema de tenencia directa y el sistema de tenencia indirecta. El primer sistema se emplea en las operaciones nacionales, mientras que el segundo, en la transfronterizas. Ambos modelos presentan ventajas importantes que sostiene su empleo. Como cada creación humana, sin embargo, se observan imperfecciones que cuestionan la integridad del formato.

Los riesgos asociados al sistema de tenencia indirecta de valores anotados en cuenta son consecuencia de una serie de factores que directa o indirectamente inciden sobre el correcto funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Los errores técnicos o el incumplimiento de las obligaciones de custodia y gestión afectan al sistema de tenencia, compensación y liquidación. Consecuencias negativas se observan, asimismo, en el ejercicio de los derechos políticos de los accionistas. La falta de transparencia y los fallos que se cometen a la hora de traspasar la información corporativa o contar los votos por delegación. Algunas voces críticas sugieren, no sin razón,

apostar por el modelo de tenencia directa. Sin embargo, las ventajas que tiene el sistema de tenencia indirecta justifican (por ahora) el empleo del modelo multinivel en las operaciones transfronterizas de valores anotados en cuenta. Se reducen considerablemente los costes de custodia, administración y gestión y se facilita el funcionamiento del sistema de compensación y liquidación lo que proporciona eficiencia a las operaciones de adquisición de valores que se realizan en los mercados financieros internacionales. Son dos razones poderosas que explican la importancia del sistema de de tenencia indirecta.

El último reto son los procesos de globalización que inciden sobre la estructura y el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. La construcción de un espacio global es la principal preocupación del sector financiero. Este objetivo se conseguirá con la armonización del marco legal y la unificación de los procedimientos de compensación y liquidación. Las autoridades nacionales, las instituciones comunitarias y las organizaciones internacionales interesadas trabajan juntos en la eliminación de las barreras existentes. La creación de un espacio financiero común requiere normas reguladoras que protegen los intereses de todas las partes implicadas – de los inversores, de los intermediarios, de los emisores y del mercado. Este objetivo exige transparencia en los procedimientos relativos al ejercicio de los derechos derivados de la adquisición de acciones de una sociedad cotizada. En el marco de los sistemas de compensación y liquidación se observa un importante consenso para la adecuación de la normativa reguladora a las exigencias del mercado. El siguiente paso es adoptar normas concretas de protección de los derechos de los inversores contra la insolvencia del intermediario y de disposiciones que regulen el transfer de tales derechos, incluido la protección del adquirente que actúa con buena fe. Los proyectos de la UE toman en consideración todos los trabajos que analizan el funcionamiento de los mercados financieros, considerando las propuestas contenidas en ellos

para la modernización del sistema actual y la construcción de un mercado financiero común.

El proceso de armonización del marco legal comunitario requiere que se tomen en consideración las diferencias entre los ordenamientos nacionales en materia de Derecho de sociedades y de mercados financieros. La uniformidad del sistema precisa medidas comunes, voluntad política y acciones jurídicas que eliminen las barreras existentes, incluso si esto significa modificar la estructura de los mercados financieros. Las soluciones adoptadas por las instituciones comunitarias deberán considerar las particularidades de las prácticas de cada mercado. La creación de un marco legal coherente, que regule de manera eficiente la tenencia y el transfer de los valores negociables, se articula en la adopción de instrumentos jurídicos que proporcionan seguridad jurídica y eficacia del sistema compensación y liquidación.

Las iniciativas de las instituciones comunitarias tienen como objetivo adecuar el sistema de tenencia y transfer de valores anotados en cuenta a la actualidad económica. La Comisión Europea desempeña un papel importante, liderando las actividades relacionadas con el estudio del impacto de la normativa aplicable y las acciones de eliminación de los obstáculos para la creación de un mercados financieros común eficiente. La visión del futuro se articula en el Libro Verde y el Libro Blanco en los que la Comisión presenta sus intenciones y los proyectos concretos para la modernización del sistema financieros en la Unión Europea. A nivel supranacional se han adoptado normas concretas que ofrecen soluciones a la problemática conflictual. El camino para conseguir los objetivos propuestos no se puede recorrer sin considerar la Propuesta de UNIDROIT de Convención de normas armonizadas relativas a valores depositados en intermediario y el Convenio de la Haya sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario. Lamentablemente, el Convenio de la Haya sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario, se ha firmado tan sólo por los Estados Unidos, Suiza y Mauricio. La Propuesta de Convenio que

elabora UNIDROIT está en su última fase de preparación. El tiempo mostrará si el futuro texto convencional correrá la misma suerte o tendrá una aceptación mejor.

CAPÍTULO II

COMPETENCIA JUDICIAL INTERNACIONAL DE LOS TRIBUNALES ESPAÑOLES EN LAS TRANSACCIONES INTERNACIONALES DE PARTICIPACIONES SOCIETARIAS

INTRODUCCIÓN

El sistema multinivel de tenencia y transfer de las participaciones societarias esta constituido por una pluralidad de operadores que residen en diferentes Estados. El elemento de internacionalidad en las relaciones contractuales y extracontractuales que se constituyen implica la participación, por otro lado, de varios órganos jurisdiccionales en la resolución de los conflictos que puedan surgir. Los temas que implican la determinación de la jurisdicción de un tribunal siempre están conectados con una normativa nacional. Es decir, no se puede hablar de la jurisdicción en las transacciones de valores de manera general, sino que el tema siempre se ha de analizar desde el punto de vista de un determinado ordenamiento jurídico. En el presente trabajo la problemática conflictual relacionada con la tenencia y el transfer de las acciones se observa y analiza desde la perspectiva de los tribunales españoles. Por esta razón, antes de entrar en el estudio de la problemática relacionada con la determinación de la ley aplicable, es imprescindible analizar los criterios que determinan la competencia judicial internacional de los tribunales españoles para resolver los conflictos relacionados con la tenencia y el transfer de las acciones en los mercados financieros internacionales.

Las normas que determinan la competencia de los órganos judiciales se clasifican en tres grupos: normas convencionales, normas comunitarias y normas internas. En el primer grupo entra el Convenio de Lugano de 1988 relativo a la competencia judicial y a la ejecución de

resoluciones judiciales en materia civil y mercantil²⁹⁴. La normativa comunitaria, en relación con el tema del presente trabajo, se constituye por el Reglamento 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil. En último lugar, en el ámbito interno la competencia judicial internacional de los tribunales españoles se determina por la Ley Orgánica 6/1986, de 1 de julio, de Poder Judicial (LOPJ)²⁹⁵. A continuación se presentará la interrelación entre dichas disposiciones legales y, respetando la jerarquía, se identifican los supuestos en los que se aplica cada una de ellas.

Práctica habitual en las transacciones internacionales de valores, sin embargo, es someter las controversias surgidas a los Tribunales de Estados Unidos o a los de Londres. La razón de esto es, principalmente, el nivel de desarrollo de los mercados de capitales de estos dos Estados, la existencia de un marco jurídico destinado a proteger los intereses del mercado y de todos los participantes y a proporcionar las mejores condiciones de inversión y, consecuentemente, la reiterada jurisprudencia²⁹⁶.

²⁹⁴ Con fecha 15 de octubre de 2007, la Comunidad Europea ha aprobado la firma del Convenio relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, que substituirá al Convenio de Lugano de 16 de septiembre de 1988. La decisión está publicada en el *DO* N° L 339 de 21 de diciembre de 2007. BORRÁS RODRÍGUEZ, Alegría, “Competencia exclusiva de la Comunidad Europea para la revisión del Convenio de Lugano de 1988 sobre competencia judicial, reconocimiento y ejecución de sentencias en materia civil y mercantil: comentario al Dictamen C-1/03, de 7 de febrero de 2006”, *RGDE*, N° 10, 2006; ELVIRA BENAYAS, María Jesús, “Las competencias externas de la UE y el Derecho internacional privado tras el Dictamen del Tribunal de Justicia relativo al Convenio de Lugano”, *REEI*, N° 16, 2008, http://www.reei.org/reei%2016/doc/BENAYAS_MJE.pdf; ESPINIELLA MENÉNDEZ, Angel, “La competencia de la comunidad para celebrar el nuevo convenio de Lugano”, *AEDIPR*, N° 6, 2006, pp. 503-538; JAMETTI GREINER, Monique, “L’espace judiciaire européen en matière civile: la nouvelle Convention de Lugano” en en BONOMI, Andrea/CASHIN RITAINE, Eleanor/ROMANO GIAN, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 11-23

²⁹⁵ Ley Orgánica de Poder Judicial, *BOE* núm. 264, de 4 de noviembre de 1985 (última modificación *BOE* núm. 309, de 26 de diciembre de 2006)

²⁹⁶ GROSS, Jill / BLACK, Barbara, “Perceptions of Fairness of Securities Arbitration: An Empirical Study”, University of Cincinnati Public Law Research Paper No. 08-01, 2008, SSRN-id1093524.pdf; GROSS, Jill, “McMahon Turns Twenty: The Regulation of Fairness in Securities Arbitration”, *UCLR*, Vol. 76, No. 2, 2007, SSRN-id1262461.pdf; GROSS, Jill, “Securities Mediation: Dispute Resolution for the Individual Investor”, *OSJDR*, Vol. 21, No. 2, 2006, SSRN-id1026355.pdf; JOHNSON, Jennifer J./BRUNET, Edward, “Substantive Fairness in Securities Arbitration”, *UCLR*, Vol. 76, 2007, Lewis & Clark Law School Legal Studies Research Paper No. 2007-11, SSRN-id1028339.pdf; KERR, J.J., “Court jurisdiction and arbitration over Misrepresentation in US securities transaction” en VAN HOUTTE, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998, pp. 225-256; VAN HOUTTE, Hans, “Misrepresentation in securities transaction in Europe: jurisdiction and applicable law”, en VAN HOUTTE,

Al mismo tiempo, aumenta el número de casos en los que las partes en tales operaciones prefieren resolver sus controversias a través de medios alternativos. En ocasiones, dependiendo de la complejidad del caso, las partes eligen resolver los litigios a través de arbitraje y, lo más habitual es, someter el litigio al *London Court of International Arbitration*²⁹⁷. El arbitraje como medio para resolver las controversias presenta varias ventajas y es el modelo que recomiendan las diferentes asociaciones internacionales relacionadas con los mercados de valores. La SIFMA - *Securities Industry and Financial Markets Association*- ha elaborado un Libro Blanco sobre el Arbitraje en los Mercados de Valores en el que presenta la importancia de un sistema alternativo de solución de conflictos²⁹⁸. Al mismo tiempo, la ISMA- *International Securities Market Association* - ofrece a las empresas miembros de la asociación un servicio de arbitraje previsto en *NCC Conflict Arbitration Procedure*²⁹⁹.

La normativa nacional establece, asimismo, un mecanismo alternativo de defensa de los derechos e intereses de los inversores³⁰⁰. De acuerdo con el ordenamiento jurídico interno, las Bolsas de valores dispone de un servicio de mediación destinado a ayudar a las partes a resolver los conflictos relacionados con las transacciones de valores

Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998, pp. 199-224; VAN HOUTTE, Hans, "Arbitration Involving Securities Transactions", *Arbitration International*, N° 12, 1996, p. 405; WARE, Stephen J., "What Makes Securities Arbitration Different from Other Consumer and Employment Arbitration?", *UCLR*, Vol. 76, p. 447, 2008, SSRN-id1118125.pdf

²⁹⁷ Más información sobre la actividad del *London Court of International Arbitration* se puede encontrar en la página web del Tribunal: <http://www.lcia-arbitration.com/>. El Corte de Arbitraje resuelve controversias relacionados con todos los aspectos del comercio internacional entre los cuales se encuentran los conflictos relativos a las transacciones de valores, las finanzas y la actividad bancaria.

²⁹⁸ Información completa sobre la SIFMA se puede encontrar en la página web de la asociación en: <http://www.sifma.org/>. El texto del Libro Blanco se puede consultar en: <http://www.sifma.org/regulatory/pdf/arbitration-white-paper.pdf>

²⁹⁹ Para más información, consulte la página web de la *International Securities Market Association*: <http://www.ripe.net/membership/indices/data/uk.isma.html>

³⁰⁰ Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros (*BOE* del 3 de marzo); Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre (*BOE* de 20 de septiembre), y sus modificaciones; Ley 9/1999, de 12 de abril, por la que se regula el régimen jurídico de las transferencias entre estados miembros de la UE (*BOE* de 13 de abril); Orden de 16 de noviembre de 2000 de desarrollo de la Ley 9/1999 (*BOE* de 25 de noviembre); Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras (*BOE* de 24 de marzo). Información más detallada sobre el procedimiento en cada bolsa se puede consultar en: www.bolsamadrid.es, www.borsabcn.es, www.bolsabilbao.es, www.bolsavalencia.es, www.cnmv.es

negociables. Las funciones principales del defensor del cliente son atender a las quejas de los clientes, analizar en cada caso concreto la actuación de los participantes en el mercado y presentar un informe final en el que ofrece una posible solución del conflicto. Dicho informe contiene sugerencias y recomendaciones relativas a las cuestiones planteadas en el caso. Los procedimientos internos de solución de controversias permiten a las partes resolver las diferencias en una fase preliminar y así evitar los costosos y lentos procedimientos judiciales.

El arbitraje y los mecanismos alternativos de resolución de los conflictos que surgen en el ámbito de las transacciones internacionales de valores dotan a este sector de una problemática especial. Las particularidades de dichos mecanismos en relación con las operaciones de adquisición de valores en los mercados financieros internacionales los hacen merecedores de un estudio individualizado. Por esta razón en el presente trabajo de investigación los temas en cuestión no se analizan.

Un gran número de las controversias relacionadas con operaciones transfronterizas de valores negociable llegan a los tribunales. El objeto de las demandas puede ser de diferente índole: incumplimiento de la obligación de pago, la proporción de datos incorrectos e insuficientes sobre la complejidad de la operación, que han causado pérdidas económicas al inversor, incumplimiento del deber de administración y custodia de las acciones anotadas en cuenta, errores sustanciales en las anotaciones de débito y/o crédito por parte del intermediario que han causado pérdidas al cliente, etc. La actitud procesal del demandante puede, asimismo, ser provocada por la realización de una transacción que el intermediario efectúa sin el debido consentimiento del inversor o por el hecho de que la sociedad anónima que ofrece sus acciones, una vez perfeccionado el contrato, no ha traspasado la titularidad de las participaciones. En otros casos, que presentan un elevado grado de complejidad, las acciones procesales en relación con transacciones de valores pueden tener como objeto la

actitud fraudulenta del demandado³⁰¹. La competencia de los Tribunales nacionales se determina, tomando en consideración los elementos particulares en cada caso concreto y sobre la base de la normativa en vigor. A continuación se analizan los supuestos en los que los órganos judiciales españoles disponen de competencia judicial internacional para resolver las controversias entre las partes en una transacción internacional de valores negociables.

En las tres normas jurídicas que contienen normas de Derecho Internacional Privado que determinan la competencia de los tribunales españoles- el Reglamento 44/01, el Convenio de Lugano y la LOPJ, la interrelación entre la normativa convencional, la comunitaria y la interna se determina aplicando un esquema basado en normas de conflicto que presenta un cierto nivel de complejidad. En primer lugar, el Tribunal español ante que se presenta la demanda, será competente si se dan las circunstancias y se cumplen las condiciones previstas en el Reglamento 44/2001. Si la norma comunitaria no resulta aplicable, en segundo lugar, el órgano jurisdiccional ha de comprobar, si de acuerdo con los elementos sustanciales del caso concreto, se aplican o bien, el Convenio de Lugano, o bien, la LOPJ. Si los órganos de ningún Estado Miembro tienen jurisdicción para pronunciarse sobre la transacción, el Tribunal español aplicaría sus normas nacionales de Derecho Internacional Privado, es decir, lo previsto en la Ley Orgánica de Poder Judicial³⁰².

El Convenio de Lugano se concluye entre los Estados Miembros de la Unión Europea y los países de EFTA. La prevalencia del

³⁰¹ Caso *Macmillan Inc v. Bishopsgate Investment Trust plc & Ors.*, Court of Appeal [1996] B.C.C. 453; *Routestone Ltd v. Minorities Finance Ltd & Anor. Routestone Ltd v. Bird & Ors.*, [1997] B.C.C. 180; *Wallace Smith Trust Co Ltd (in liq.) v. Deloitte Haskins & Sells (a Firm) & Anor.*, [1997] B.C.C. 29; etc.

³⁰² Sobre este tema consulte: El “Informe Schlosser”, DO N° C-189, de 28 de julio de 1990; ARENAS GARCÍA, Rafael, *El control de oficio de la competencia judicial internacional*, Madrid, Eurolex, 1996; ARENAS GARCÍA, Rafael, “Las normas sobre verificación de la competencia en los Convenios de Bruselas y de Lugano”, en BORRÁS, Alegría (ed.), *La revisión de los Convenios de Bruselas de 1968 y Lugano de 1988 sobre competencia judicial y ejecución de resoluciones judiciales: una reflexión preliminar española*. Seminario celebrado en Tarragona, 30-31 de mayo de 1997, Marcial Pons, Madrid/Barcelona, 1998, pp. 389-406; CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier, “Artículo 20”, en CALVO CARAVACA, Alfonso-Luis (ed.) *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, Universidad Carlos III/ BOE, 1994, pp. 419-427

Reglamento 44/2001 se estipula en el art. 54 ter.1 CL (art. 64 del nuevo CL) que establece los criterios que determinan la aplicación de la norma convencional³⁰³. El CL vincula los tribunales españoles cuando el demandado está domiciliado en Islandia, Noruega o Suiza, en casos de litispendencia o conexidad, cuando se presentaren las demandas en un Estado donde se aplique el Convenio y no se aplique ningún instrumento comunitarios, y en un Estado donde se aplique el Convenio y un instrumento comunitario, y, en último lugar, en materias de reconocimiento y ejecución, cuando el Estado de origen o el Estado requerido no aplicaren ningún instrumento comunitario.

El texto del nuevo Convenio de Lugano refleja en gran medida el desarrollo del Convenio de Lugano de 1988, el Convenio de Bruselas y el Reglamento 44/2001, incorporando instrumentos legales que eliminan las contradicciones que el TJCE identifica a lo largo de la aplicación e interpretación de las normas convencionales. Las disposiciones del Convenio de Lugano son prácticamente idénticas a las del Reglamento 44/2001. Por esta razón el desarrollo de este trabajo se centra sobre las normas del Reglamento 44/2001. Toda referencia al texto del Reglamento 44/2001 se hace en relación con la problemática que envuelve las operaciones transfronterizas de participaciones societarias. El análisis de las disposiciones comunitarias tiene como objetivo presentar cómo se articula la vinculación de los tribunales españoles con los conflictos que surgen en relación con la tenencia y el

³⁰³ BONOMI, Andrea/CASHIN RITAINE, Eleanor/ROMANO GIAN, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, Schulthess, 2007; BONOMI, Andrea, “Les contrats conclus par les consommateurs dans la Convention de Lugano révisée”, en BONOMI, Andrea/CASHIN RITAINE, Eleanor/ROMANO GIAN, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 66-80; GAUDEMET-TALLON, Hélène, “Quelques réflexions à propos de trois arrêts récents de la Cour de cassation française sur l’art. 5-1 et de l’avis 1/03 de la Cour de justice des Communautés sur les compétences externes de la Communauté”, en BONOMI, Andrea/CASHIN RITAINE, Eleanor/ROMANO GIAN, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 97- 108; LEIN, Eva, “La compétence en matière contractuelle: un regard critique sur l’article 5 § 1er de la nouvelle Convention de Lugano”, en BONOMI, Andrea/CASHIN RITAINE, Eleanor/ROMANO GIAN, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 41-64; MARKUS, Alexander R., “La compétence en matière contractuelle selon le Règlement 44/2001 «Bruxelles I» et la Convention de Lugano révisée à la suite de l’arrêt CJCE Color Drack”, en BONOMI, Andrea/CASHIN RITAINE, Eleanor/ROMANO GIAN, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 23-40; PAPEIL, Anne-Sophie, “La Convention de Lugano et la protection du consommateur”, en BONOMI, Andrea/CASHIN RITAINE, Eleanor/ROMANO GIAN, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 81-96 ; POCAR, Fausto, “The new Lugano Convention on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgments in civil and commercial matters”, *YPIL*, 2008, pp. 1-18

transfer de los valores anotados en cuenta. El Capítulo está dividido en dos secciones que estudian los supuestos en los que se aplica el Reglamento 44/2001 y en los que los tribunales españoles están vinculados por la normativa interna. La Sección I empieza con una breve presentación introductoria del esquema que sigue el Reglamento 44/2001 y a continuación se analizan con más detalle cada uno de los supuestos en función del tipo de relación que une las partes en el sistema multinivel de tenencia y transfer de valores anotados en cuenta. La Sección II estudia los mismos problemas desde la perspectiva de la LOPJ, determinando los casos en los que los tribunales españoles tienen competencia para resolver las controversias entre las partes de una operación transfronteriza de acciones.

SECCIÓN I. NORMATIVA COMUNITARIA

1. MARCO GENERAL

El Reglamento 44/2001 es la norma comunitaria que contiene los criterios para determinar la competencia judicial internacional de los tribunales de un Estado Miembro³⁰⁴. La regla general prevé que el demandante, sea cliente, intermediario o emisor, siempre puede presentar la demanda ante los Tribunales del domicilio del demandado (art.2). El objetivo de este criterio es proteger a la parte atacada de los indebidos actos procesales por parte del demandante. De esta manera, el que busca protección judicial no empezaría un proceso sin una causa concreta. El criterio del domicilio del demandado se aplica siempre cuando el caso presente una estrecha relación con los Tribunales de un Estado

³⁰⁴ Con el fin de mejorar la aplicación del Reglamento la Comisión Europea ha elaborado el Libro Verde sobre la revisión del Reglamento (CE) nº 44/2001 del Consejo, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil. En dicho documento la Comisión formula diferentes cuestiones a los Estados Miembros con el fin de determinar los problemas que se presentan a la hora de aplicar la norma comunitaria. La identificación de los problemas permitirá efectuar las modificaciones correspondientes.

Miembro y tiene como objetivo proporcionar una buena administración de justicia³⁰⁵.

Por otra parte, en el marco de un contrato de adquisición de participaciones societarias, de un contrato de servicios financieros o de un contrato de administración y custodia de la cuenta en la que están anotados las acciones, la norma especial para determinar la competencia de los Tribunales de un Estado Miembro, lleva al lugar en el que ha de ser cumplida la obligación que sirve de base de la demanda (art. 5.1). En los casos de daños extracontractuales que se producen en el marco de una relación entre el profesional y su cliente o entre el emisor y el intermediario del primer escalón, serían competentes a resolver el litigio los Tribunales en el Estado en el que se ha producido el hecho dañoso (art. 5.3). En el ámbito de las transacciones internacionales de valores los daños extracontractuales que sufre una de las partes del litigio siempre se forman en el marco de una relación contractual previa que se analiza con más detalle a continuación.

Las inversiones financieras se realizan tanto por profesionales, como por personas físicas que invierten sus ahorros en los mercados bursátiles o adquieren participaciones de sociedades fuera de éstos. En este contexto el Reglamento 44/2001 contiene normas especiales relacionadas con los contratos celebrados con consumidores. Estas disposiciones siguen la política comunitaria sobre el tema y tienen como objetivo proteger los intereses de la parte considerada por el legislador como parte más débil³⁰⁶. El último inversor, persona física, puede ser demandado sólo ante los Tribunales del lugar de su domicilio, mientras que el consumidor puede presentar la demanda o bien, ante los órganos judiciales del lugar de su domicilio, o bien, en el Estado Miembro en el que está domiciliado el intermediario (art.16). Por último, el Reglamento, en sus arts. 23 y 24 regulan la libertad de las partes de atribuir de forma expresa o tácita, competencia judicial internacional a los órganos judiciales de un determinado Estado Miembro para resolver

³⁰⁵ Apartado 12 de los Motivos del Reglamento 44/2001

³⁰⁶ Apartado 13 de los Motivos del Reglamento 44/2001

la controversia entre ellos³⁰⁷. El análisis de la problemática no se hace en el orden que establece el Reglamento 44/2001, sino que sigue la lógica contractual, empezando con el supuesto en el que las partes atribuyen competencia a los tribunales españoles.

2. CLÁUSULA DE ELECCIÓN DE TRIBUNAL EN EL CONTRATO DE ADQUISICIÓN DE VALORES NEGOCIABLES

La autonomía de la voluntad de las partes es un elemento básico en los contratos mercantiles. Las partes disponen de la libertad de elegir y establecer las condiciones contractuales que mejor se adaptan a su relación siempre y cuando no sean contrarias a las normas jurídicas y al orden público³⁰⁸. En condiciones de igualdad entre las partes, el principio de autonomía de la voluntad es el que mejor responde a los intereses de las partes. La libertad de elección se extiende a la posibilidad de las partes en un contrato relacionado con la adquisición, la administración y/o la custodia de las participaciones societarias a atribuir competencia judicial internacional a determinados tribunales. Tal elección del foro tiene, por otro lado, un efecto derogatorio, es decir, pretende revocar la competencia del resto de órganos judiciales. El demandante puede presentar la demanda incluso ante el Tribunal de su propio domicilio si las partes atribuyen la competencia judicial internacional a éste mismo en una cláusula contractual³⁰⁹. El principio de la autonomía de la voluntad en el mundo de los negocios, y en el

³⁰⁷ Apartado 14 de los Motivos del Reglamento 44/2001. En los contratos en los que una de las partes es trabajador, asegurado o consumidor, el Reglamento establece unos límites sobre la autonomía de la voluntad en cuanto a la elección de órganos jurisdiccionales.

³⁰⁸ BOUZA VIDAL, Nuria, "Aspectos actuales de la autonomía de la voluntad en la elección de la jurisdicción y de la ley aplicable a los contratos internacionales", *Cursos de Derecho Internacional y Relaciones Internacionales de Vitoria-Gasteiz, 2004*. Universidad del País Vasco, 2005, pp. 32-91; CALVO CARAVACA, Luis Alfonso, *Comentario al Convenio de Bruselas...*, cit.; RODRÍGUEZ BENOT, Andrés, *Los acuerdos atributivos de competencia judicial internacional en derecho comunitario europeo*, Madrid: Beramar, DL 1994; TIRADO ROBLES, Carmen, *La competencia judicial en la Unión Europea*, 1995, Barcelona, Bosch; VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉRES, Francisco J., *Derecho Procesal civil internacional. Litigación internacional*, 2ª ed. 2007, pp. 141 y sigs

³⁰⁹ GARCIMARTÍN ALFÉRES, Francisco J. "Las cláusulas de elección de foro: fallos del mercado y abuso de derecho", *REDI*, n.º.2, 1998, pp. 103-119

caso concreto, en las operaciones de adquisición de valores negociables, responde a los intereses de las partes, puesto que los participantes en el mercado financiero son “los mejores jueces de sus intereses” ya que saben qué es lo que necesitan y que están dispuestos a ofrecer³¹⁰. Las partes en el contrato son los que mejor conocen todos los detalles de la relación y, por lo tanto, son los que de mejor manera pueden prevenir qué Tribunales ofrecerán mayor protección de sus intereses. Las operaciones en los mercados de valores entre profesionales son operaciones que presentan una especial complejidad. Los grandes inversores antes de efectuar una operación que supone reembolsar consideradas cantidades de dinero siempre buscan minimizar al máximo los riesgos. La elección de Tribunal y de ley aplicable proporciona a ambas partes la necesaria seguridad jurídica y les permite prevenir el resultado de cualquier operación.

La libertad de atribuir competencia a unos determinados tribunales nacionales la tienen todos los participantes en las operaciones que se realizan en los mercados de capitales. Sin embargo, tal facultad de elección se ve reducida en los casos en los que una de las partes se considera por ley como parte más débil. La posibilidad de tener conocimientos complejos e información actual y completa acerca del funcionamiento del mercado financiero internacional, de las particularidades de cada operación y, sobre todo, de la normativa que regula el sistema financiero autónomo, es un privilegio del que gozan los profesionales. Sin embargo, en los mercados de capitales intervienen, asimismo, operadores – personas físicas que no disponen ni de los conocimientos económicos suficientes, ni de la información de última hora del mercado de valores. El legislador ha considerado que estos inversores son merecedores de una protección más elevada de la que se proporciona a los operadores profesionales. La desigualdad entre los co-contratantes justifica la especial protección que se da al consumidor.

³¹⁰ VIRGOS SORIANO, Miguel/GARCIMARTÍN ALFÉRES, Francisco J., *Derecho procesal civil...*, cit., p. 197

La libertad de incluir en los contratos relacionados con la adquisición, la administración y la custodia de valores cláusulas de atribución de la competencia está prevista en el art. 23.1 del Reglamento 44/2001 que permite a las partes acordar un determinado tribunal o los tribunales de un Estado Miembro como órgano competente para resolver el litigio entre ellas. La validez de tal acuerdo atributivo está subordinada a determinadas condiciones, previstas en el art. 23 R 44/20001. La correcta aplicación de dicha norma está supeditada al cumplimiento cumulativo de una serie de requisitos obligatorios de fondo y de forma que determinan los supuestos que entran en su ámbito de aplicación³¹¹.

El primer requisito que determina la operatividad del art. 23 R 44/2001 es que el acuerdo atributivo debe asignar como competente a los tribunales de un Estado Miembro. No es imprescindible que el acuerdo asigne un tribunal concreto. Es suficiente que la cláusula concrete los elementos objetivos y precisos que permiten al juez que conozca del litigio determinar si es competente o no³¹². En segundo lugar, el precepto establece que por lo menos una de las partes debe estar domiciliada en un Estado Miembro. La norma no concreta si esta parte debe ser el demandante o el demandado, lo que permite concluir que el art. 23 opera aún cuando el demandado no está domiciliado en un Estado Miembro³¹³.

El Reglamento también se aplica en los casos en los que las partes están domiciliadas en el mismo Estado, siempre que se cumple la tercera condición, esto es, que el litigio presente elementos

³¹¹ CALVO CARAVACA, Luis Alfonso, *Comentario al Convenio de Bruselas...*, *cit.*, pp. 343-372; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “Las cláusulas de elección de foro...”, *cit.*, pp. 103-119; RODRÍGUEZ BENOT, Andrés, *Los acuerdos atributivos...*, *cit.*; TIRADO ROBLES, Carmen, *La competencia judicial en la Unión Europea*, 1995, Barcelona, Bosch, VIRGÓS SORIANO, Miguel, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho procesal civil internacional. Litigación internacional*, 2ª ed. 2007, pp. 141 y sigs.

³¹² Sent. TJCE de 9 de noviembre de 2000, Asunto C-287/98: “*Coreck Maritime GmbH/Handelsveem BV y otros*”

³¹³ FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado*, 4 ed., Madrid: Civitas, 2008, p. 33

internacionales ³¹⁴. El texto comunitario no explica, sin embargo, qué se ha de entender por “elemento extranjero” que tenga relevancia jurídica en el ámbito del Reglamento. Tampoco se encuentra definición alguna en el Informe Jenard ni en el Informe Schlosser³¹⁵. Del Informe Jenard, no obstante, se desprende que la determinación del carácter internacional se aprecia tomando en consideración las “circunstancias que son propias del litigio presentado ante el tribunal”³¹⁶. Consecuentemente, aunque ambas partes están domiciliadas en el mismo Estado, el elemento internacional puede ser, por ejemplo, el lugar en el que se debe cumplir la obligación contractual o el lugar de producción del daño que se prevén como criterios en el Capítulo II, Sección II del Reglamento.

El momento relevante para la determinación del domicilio de una de las partes es el momento del pacto de sumisión y no el momento en el que se presenta la demanda. La razón es que la parte que está domiciliada en un Estado Miembro con el fin de evitar la aplicación del art. 17 puede cambiar su domicilio en un Estado no Miembro. Para evitar el eventual fraude de ley y preservar la seguridad jurídica se debe entender que el art. 23 es aplicable si en el momento de la celebración del acuerdo por lo menos una de las partes está domiciliada en un Estado Miembro³¹⁷.

La validez del pacto atributivo de competencia está condicionada, en siguiente lugar, al cumplimiento de una serie de requisitos de forma. La disposición del art. 23 R 44/2001 exige que la cláusula de elección de Tribunal ha de celebrarse a) por escrito o verbalmente con

³¹⁴ ARENAS GARCÍA, Rafael, *El control de oficio...*, cit., p. 182; Informe sobre el Convenio relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, elaborado por el Sr. P. Jenard, (Informe Jenard), DO C 189, de 28 de julio de 1990, p. 123

³¹⁵ Informe sobre el Convenio relativo a la adhesión del Reino de Dinamarca, de Irlanda y del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte al Convenio relativo a la competencia judicial y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, así como el Protocolo relativo a la interpretación por el Tribunal de Justicia, elaborado por el profesor Dr. P. Schlosser, (Informe Schlosser) DO C 189 de 28 de julio 1990

³¹⁶ Informe Jenard, Capítulo III. I.

³¹⁷ CALVO CARAVACA, Luis Alfonso, *Comentario al Convenio de Bruselas...*, cit., pp. 343-372; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “Las cláusulas de elección de foro...”, cit., pp. 103-119; RODRÍGUEZ BENOT, Andrés, *Los acuerdos atributivos...*, cit.; SUQUET CAPDEVILA, Josep, *Las cláusulas de elección de foro insertas en condiciones generales en la contratación internacional por Internet*, trabajo de investigación dirigido por Dra. Blanca VILÀ COSTA, Universitat Autònoma de Barcelona 2002, p. 46

confirmación escrita, o b) en una forma que se ajuste a los hábitos que las partes tuvieran establecidos entre ellas, o c) en el comercio internacional, en una forma conforme a los usos que las partes conocieren o debieren conocer y que, en dicho comercio, fueren ampliamente conocidos y regularmente observados por las partes en los contratos del mismo tipo en el sector comercial considerado.

La *prorrogatio fori* tiene un doble efecto: atribuye competencia a los tribunales elegidos por las partes y deroga la competencia a los Tribunales de los demás Estados Miembros. Tal elección, sin embargo, no tiene carácter absoluto. Las partes pueden derogarla mediante una posterior sumisión tácita, prevista en el art. 24 R 44/2001. Por otro lado, el carácter exclusivo de la sumisión se puede derogar con el pacto expreso de las partes. El apartado 1 del art. 23 R 44/2001 *in fine* establece que “esta competencia será exclusiva, salvo pacto en contrario entre las partes”. La citada disposición no estaba prevista en el Convenio de Bruselas de 1968 relativo a la competencia judicial y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil y es una de las novedades que introduce el Reglamento 44/2001. La norma permite a las partes establecer cláusulas de elección facultativas que operan juntamente con el foro del domicilio del demandado o los foros especiales³¹⁸.

2.1. CLÁUSULA DE ELECCIÓN EN LOS ESTATUTOS DE LA SOCIEDAD EMISORA

La adquisición de valores negociables, hecha por un profesional o por una persona física, es, en términos financieros, un crédito que el inversor proporciona a la sociedad. Tal crédito, al mismo tiempo, le convierte en propietario de la parte proporcional de la sociedad en función de la inversión realizada y le da a éste último unos ciertos derechos. Sea cual fuera su porcentaje de participación el inversor tiene

³¹⁸ FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado...*, cit., p. 33

la posibilidad de influir de mayor o menor medida sobre las actividades de la empresa. Las condiciones de la relación entre el inversor y la sociedad están previstas en los Estatutos sociales. En dichos documentos se establecen, en ocasiones, cláusulas de elección de un determinado tribunal que tendría la competencia para resolver las controversias entre las partes. Estas cláusulas se establecen en el momento de la constitución de la sociedad y, como cada relación contractual, vinculan las partes que las han adoptado. Esto es, la cláusula de atribución de la competencia es vinculante tanto para los accionistas que han participado en la constitución de la sociedad, como para los inversores que se adhieran posteriormente.

Esta es la posición del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE) en el asunto *Powell Duffryn plc contra Wolfgang Petereit*³¹⁹. En el caso concreto la empresa *Powell Duffryn plc*, (de aquí en adelante *Powell Duffryn*) sociedad inglesa, había suscrito acciones nominativas de la sociedad anónima alemana *IBH Holding AG* (de aquí en adelante *IBH Holding*) en relación con un aumento del capital de ésta última en septiembre de 1979. El 28 de julio de 1980 *Powell Duffryn* participó en la deliberación de la Junta General de *IBH Holding*, en la cual se decidió modificar los estatutos e incluir una cláusula de elección de Tribunal que establece que: "Al suscribir o adquirir acciones o resguardos provisionales todo accionista se somete al fuero general de la sociedad para todos los litigios con la sociedad o sus órganos"³²⁰. Una de las cuestiones prejudiciales que se presentó al TJCE de sí "la regulación contenida en los Estatutos de una sociedad anónima, con arreglo a la cual el accionista, mediante la suscripción o la compra de acciones, se somete al fuero general de la sociedad para los litigios con la sociedad o con sus órganos, ¿constituye un acuerdo atributivo de competencia entre el accionista y la sociedad en el sentido

³¹⁹ Sentencia del TJCE de 10 de Marzo de 1992 - *Powell Duffryn Plc contra Wolfgang Petereit*, Asunto C-214/89, Recopilación de Jurisprudencia 1992 p. 1745

³²⁰ Posteriormente la empresa inglesa suscribió más acciones aprovechando los dos consecuentes aumentos de capital de la *IBH-Holding* y recibió dividendos. En 1983 la compañía alemana fue declarada en quiebra. Durante el procedimiento el síndico, Sr. Peteriet, constató que *Powell Duffryn* no había reembolsado el valor monetario de las adquisiciones de acciones, y presentó una demanda contra la empresa inglesa.

del artículo 17 del Convenio de Bruselas?” (actualmente el art. 23.1 del Reglamento 44/2001).

Antes de examinar si el acuerdo cumple con las exigencias de forma, el Tribunal analiza si los estatutos de una sociedad se pueden considerar como una expresión de la voluntad de las partes, es decir, si tienen carácter convencional. Los inversores que adquieren participaciones en una sociedad una vez constituida ésta no expresan, en realidad su acuerdo en las cláusulas en los estatutos. Son operadores que han invertido en una sociedad ya constituida, es decir, no ha habido un pacto previo entre los fundadores y el inversor. En su análisis, el Tribunal reconoce que la relación entre el accionista y la sociedad en una gran mayoría de ordenamientos jurídicos comunitarios es contractual. Sin embargo, en otros ordenamientos jurídicos dicha relación se califica como institucional, normativa o *sui generis*³²¹. La diferencia en los enfoques nacionales sobre el tema obliga al Tribunal a realizar un análisis autónomo de la relación en cuestión, de acuerdo con el objetivo de la Comunidad de evitar la aplicación desigual de la normativa comunitaria y de garantizar con ello una mayor seguridad jurídica, mediante una interpretación clara y uniforme para todos los Estados contratantes. En la motivación de los argumentos el Tribunal se remite al caso Peters y establece que la participación de una persona en una asociación tiene carácter contractual dado que tal adhesión crea vínculos estrechos entre ambas partes “del mismo tipo que se establecen entre las partes de un contrato”³²². Por lo tanto, resulta lícito y razonable atribuir carácter convencional a la relación entre un accionista y la sociedad cuyas participaciones adquiere. La constitución de una sociedad mercantil y la elaboración y adopción de las normas internas que rigen su actividad se realiza sobre la base del acuerdo de todos los fundadores y, consecuentemente, vincula todos y cada uno de ellos. Dichos estatutos establecen los derechos y las obligaciones que cada inversor tiene frente a la sociedad y en relación con el resto de

³²¹ Apartado 10 de la Sentencia en el Asunto 214/89

³²² Sentencia del TJCE de 22 de marzo de 1983, *Martin Peters Bauunternehmung GmbH contra Zuid Nederlandse Aannemers Vereniging*, Asunto 34/82, Recopilación de Jurisprudencia 1983 p. 987

accionistas. Es irrelevante el desacuerdo, completo o parcial, de un inversor con lo establecido en una o varias cláusulas estatutarias. Si no está de acuerdo con la línea principal de dirección de la sociedad siempre está libre a vender sus participaciones.

Por lo tanto, si lo previsto en el estatuto de una sociedad tiene carácter convencional, la cláusula de elección de un determinado tribunal o de los tribunales de un Estado Miembro, es vinculante para todos y cada uno de los inversores sin que sea importante la manera y el momento de adquisición de los valores. La calidad de accionista u obligacionista significa aceptar y respetar los pactos previstos en los Estatutos sociales y los pactos que adoptan los órganos de la sociedad aunque no haya participado personalmente en la adopción de algunos de ellos³²³. Si la adhesión del inversor se ha realizado de acuerdo con las normas jurídicas nacionales aplicables al funcionamiento de la sociedad, el acuerdo atributivo de competencia también será válido.

A pesar de que el TJCE no hace especial referencia al marco normativo que establece la libertad de establecimiento de las personas jurídicas, la decisión del Tribunal de Luxemburgo responde a los principios previstos en los arts. 43-48 TCE, puesto que plantea problemas importantes, de índole material y conflictual, de la relación entre la sociedad, válidamente constituida de acuerdo con el ordenamiento de un Estado Miembro y sus accionistas. El conflicto surge entre una sociedad constituida conforme con el Derecho alemán y un accionista de ésta que considera que el acuerdo atributivo de competencia, establecido en los Estatutos de la sociedad, no es vinculante. En su análisis el Tribunal, en primer lugar, determina el carácter de la relación que existe entre la sociedad y los accionistas,

³²³ Apartado 19 de la Sentencia en el asunto 214/89; CARO GÁNDARA, R., *La competencia judicial internacional en materia de régimen interno de sociedades en el espacio jurídico europeo*, Madrid, Civitas, 1999, pp. 195 y 201; LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, cit., pp. 102; RAMMELOO, Stephan, *Corporations in private international law a European perspective*, Oxford University Press, 2001, pp. 57-65; VAN HOUTTE, Hans, "Misrepresentation in securities transaction...", cit., pp. 202-205

calificándola como *contractual*³²⁴. Tal calificación tiene consecuencias muy importantes desde la perspectiva material y conflictual. El carácter contractual de dicha relación significa que los problemas que surgen entran en el ámbito material del Reglamento 44/2001³²⁵. Por otro lado, hace inaplicable el precepto del art. 22.2 R44/2001 que establece la competencia exclusiva de los tribunales del Estado Miembro en el que la sociedad o persona jurídica estuviere domiciliada para resolver los conflictos en materia de validez, nulidad o disolución de la sociedad o sus órganos. La norma en cuestión no se puede analizar de forma aislada sino en conjunto con el art. 60 que dispone que una sociedad se considera domiciliada en el lugar en el que se encuentra su sede estatutaria, su administración central o su centro de actividad principal³²⁶.

La decisión del TJCE considera vinculante la cláusula de atribución de competencia prevista en los Estatutos, lo que significa que todos los accionistas tienen el deber de respetar la elección de tribunal. Tal afirmación, sin embargo, resulta contraria a las disposiciones del art. 17 R 44/2001 que regula los pactos de atribución de tribunal en los contratos celebrados con consumidores. El inversor, persona física es un consumidor y se le aplican las normas de protección, previstas en la Sección IV del R 44/2001³²⁷. De acuerdo con el art. 17 R44/2001 los pactos de atribución de la competencia celebrados con consumidos son válidos si son posteriores al nacimiento del litigio o que permiten al consumidor formular demandas ante tribunales distintos de los de su domicilio. La cláusula prevista en el Estatuto, sin embargo, es una cláusula anterior al nacimiento del litigio. ¿Significa esto que no es vinculante para los inversores-

³²⁴ Declarar como contractual la relación entre la sociedad y los accionistas no carece de contrariedad. Puesto que este tema incide, asimismo, sobre la problemática relacionada con la determinación de la ley aplicable, la cuestión se analiza con más detalle en el Capítulo III

³²⁵ Tal calificación significa que la relación entre en el ámbito material del Reglamento 593/2008 sobre ley aplicable de las obligaciones contractuales y no se aplica la exclusión del art. 1.2.f). Esta problemática se analiza en el Capítulo III.

³²⁶ RAMMELOO, Stephan, *Corporations in private international law...*, cit., p. 62

³²⁷ La problemática de la calificación del inversor persona física como consumidor se analiza con más detalle en los párrafos a continuación.

personas físicas? Es TJCE no analiza esta cuestión, puesto que Powell Duffryn es un inversor profesional³²⁸. Sin embargo, la posición de que los accionistas –personas físicas necesitan la protección espacial que se da a los consumidores es difícil de defender. El inversor- persona física que quiere invertir sus ahorros en acciones de una sociedad anónima, puede, a la hora de adquisición, encontrarse en una posición de desigualdad con el intermediario o la sociedad emisora. En este caso, sí que necesita una protección especial se sus derechos. El accionista – persona física, sin embargo, no actúa en condiciones de desigualdad. Los derechos y las obligaciones de *todos* los accionistas están previstos en los estatutos y quedan protegidos por las normas nacionales de Derecho de sociedades. Dichas disposiciones determinan la naturaleza y el alcance de los derechos y se aplican independientemente de la calidad del accionista-persona física o jurídica. La sociedad, a la hora de convocar la Asamblea Anual de Accionistas está obligada a informar debidamente a todos los que tiene derecho a participar en ella y proporcionar los medios correspondientes a todos los accionistas para ejercer su derecho a voto (a los que tienen acciones que dan derecho a voto). Tampoco se observa algún tipo de discriminación a los accionistas personas físicas en relación con el reparto de los dividendos. La sociedad entrega a todos los accionistas su parte correspondiente de las ganancias económicas. Por todas estas razones el accionista –persona física- no se puede calificar como consumidor y, consecuentemente, la protección que el legislador comunitario establece en la Sección IV del Reglamento no se aplica a los accionistas. Por otro lado, la aplicación de las normas sobre consumidores en el caso comentado diversificaría los tribunales competentes, lo que es contrario a los objetivos del Reglamento y perjudica la seguridad jurídica y la estabilidad del sistema. Si la *lex societatis* trata a los accionistas como un grupo en el que todos tienen los mismos derechos y obligaciones, es coherente que las normas de conflicto también los hagan.

³²⁸ RAMMELOO, Stephan, *Corporations in private international law...*, cit., p. 64

Una vez determinado el carácter vinculante de la cláusula de atribución de la competencia, prevista en los Estatutos, el TJCE analiza si se presentan los requisitos de forma que establece el apartado 1 del art. 23 R 44/01. La norma dispone que el pacto se debe celebrar por escrito o de manera verbal y con confirmación escrita, o bien, en el comercio internacional, en una forma admitida por los usos vigentes en este ámbito que las partes conocieran o deberían conocer. El requisito de forma se considera cumplido si la cláusula, prevista en los Estatutos, está hecha por escrito. La exigencia de la forma tiene como objetivo probar la existencia de la voluntad contractual de las partes. El objetivo principal de estas exigencias formales es neutralizar “los efectos de las cláusulas que podrían pasar desapercibidas en los contratos. Por ello, estas cláusulas sólo se tomarán en consideración si son objeto de un convenio, lo que supone un intercambio de consentimiento entre las partes”³²⁹.

Al mismo tiempo, proporciona seguridad jurídica a los participantes en el comercio internacional. El desconocimiento de la cláusula de sumisión de una de las partes no es motivo suficiente para su incumplimiento³³⁰. Es decir, el inversor, al realizar la adquisición, se presupone que dispone de la información completa sobre la empresa a la que quiere proporcionar sus ahorros y, por lo tanto, conoce lo previsto en sus Estatutos sociales. La eficacia de la cláusula de elección del Tribunal se garantiza con la obligación impuesta por la normativa nacional a las sociedades de tener copia actualizada de sus Estatutos en un lugar accesible para todos los accionistas, como, por ejemplo, en la sede de la sociedad o en un registro público. Por lo tanto, la cláusula de atribución de competencia será válida si la sociedad ha

³²⁹ Informe del Sr. P. Jenard sobre el Convenio relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, hecho en Bruselas el 27 de septiembre de 1968, DOCE C nº.189, de 28 de julio de 1990, pp. 155. En un sentido similar se pronuncia el TJCE en la Sentencia de 16 de marzo de 1999, Asunto C-159/97, *Trasporti Castelleti contra Hugo Trumpy*, Recopilación de Jurisprudencia 1999 página I-01597, donde se señala que “la realidad de la existencia del consentimiento de los interesados continúa siendo uno de los objetivos de dicha disposición, justificado por el deseo de proteger a la parte contratante más débil, evitando que pasen desapercibidas cláusulas atributivas de competencia insertadas en el contrato por una sola de las partes”, apartado.19

³³⁰ VIRGOS SORIANO, Miguel, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J. en *Derecho procesal...*, cit., pp. 207

proporcionado, cumpliendo lo previsto en la *lex societatis*, al inversor acceso de los Estatutos sociales.

La cláusula de atribución de competencia ha de ser, por otro lado, clara y precisa. Es decir, ha de contener elementos suficientemente claros como para poder identificar el Tribunal asignado. No es necesario que se determine de manera expresa un concreto órgano jurisdiccional, sino que basta con que en el acuerdo se utilicen términos objetivos que demuestran la voluntad de las partes sobre el Tribunal que ha de resolver el conflicto que haya surgido o pueda surgir. Al mismo tiempo, dichos términos deben ser suficientemente precisos para que el Tribunal ante que está presentada la demanda, pueda decidir si es competente o no³³¹.

Por otro lado, las partes disponen de libertad total para elegir el Tribunal que consideren que mejor se adecue a sus intereses. No es necesario que el órgano judicial tenga una vinculación, directa o indirecta, con el asunto. La voluntad de las partes tiene poder atributivo suficiente que obliga al Tribunal elegido a conocer del asunto³³². Por lo tanto, los Estatutos sociales de la sociedad pueden designar cualquier Tribunal comunitario que los accionistas crean competente para resolver las controversias entre el inversor y la sociedad y entre los accionistas *inter se*.

La validez de la cláusula de sumisión depende del cumplimiento de otra condición – la *aceptación* del pacto. El art. 23.1 R44/01

³³¹ Sentencia de 9 de noviembre de 2000, asunto C-387/98, *Coreck Maritime contra Handelsveem*, Recopilación de Jurisprudencia 2000 página I-06917, en el que el Tribunal reconoce la posibilidad de que la cláusula no tiene que formularse de manera que identifique de forma directa al tribunal competente sino que “*basta con que la cláusula identifique los elementos objetivos sobre los cuales las partes se han puesto de acuerdo para elegir el tribunal o los tribunales a los que desean someter los litigios que hayan surgido o que puedan surgir. Estos elementos, que deben ser suficientemente precisos para permitir al Juez que conoce del litigio determinar si es competente, pueden ser concretados, en su caso, por las circunstancias propias de cada situación*”, apartado 15, Recopilación de Jurisprudencia 2000 pp. 9337, FUENTES CAMACHO, Víctor, SANZ ABASCAL, Roberto, ¿Puede afectar una cláusula de sumisión expresa incluida en un conocimiento de embarque a una aseguradora que alega no haberla suscrito? [Algunas reflexiones en torno a la STS (Sala 1.ª) de 29 de septiembre de 2005], *Diario La Ley*, Nº 6390, 30 Dic. 2005, Ref. D-305

³³² Sentencia del TCJE de 17 de enero de 1980, asunto C-56/79, *S. Zelger contra S. Salinitri*, Recopilatoria de Jurisprudencia 1981, pp. 2397 y ss., declaró que “*el artículo 17...que prevé la competencia exclusiva del tribunal designado por las partes de acuerdo con las formas prescritas...hace abstracción de cualquier elemento objetivo de conexión entre la relación objeto del litigio y el Tribunal designado*”, apartado 4

establece que el acuerdo se considera válido si la *aceptación* está hecha de forma escrita o resulta de manera habitual en el comercio internacional que las partes conocen y deberían conocer. Con este requisito formal se pretende acercar la regulación jurídica a la realidad comercial mediante la aplicación de los usos habituales en un concreto sector del comercio internacional. La alusión concreta a los usos mercantiles tiene como finalidad preservar la seguridad jurídica en las operaciones mercantiles *ampliamente conocidas y regularmente observadas*. Para poder aplicar esta modalidad, el TJCE exige una prueba de la existencia de este uso en el comercio internacional. En la sentencia MSG contra Les Gravières Rhénanes SARL el TJCE admite la posibilidad de reconocer como válida una cláusula de atribución de competencia sin la expresa aceptación de la otra parte, si se ha efectuado el pago reiterado y no ha cuestionado las facturas³³³. Así que, si por lo menos una de las partes está domiciliada en un Estado Miembro y hay un pacto por escrito que designa competentes a unos determinados o determinables Tribunales comunitarios, que forma parte de un contrato de adquisición de valores realizado en una forma de acuerdo con los usos en el comercio internacional, estaremos ante un acuerdo válido de sumisión³³⁴.

En el comercio internacional y, en el caso concreto de adquisición de valores negociables, no es una costumbre entregar al inversor copia de los Estatutos para que exprese de forma escrita su aceptación a las cláusulas, incluida la de atribución de la competencia. La simple

³³³ Sentencia del TJCE de 20 de febrero de 1997, *Mainschiffahrts- Genossenschaft eG (MSG) contra Les Gravières Rhénanes SARL*, Asunto C-106/95, Recopilación de Jurisprudencia 1997 pp. 911, apartado 13. en este respecto mire, asimismo, Sentencia del TJCE de 16 de marzo de 1999, Asunto C-159/97; ESPINOSA CALABUIG, Rosario: Las cláusulas de jurisdicción en los conocimientos de embarque y el artículo 17 privado del Convenio de Bruselas de 1968 (Comentario a la sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea de 16 de marzo de 1999, *Trasporti Castelletti Spedizioni Internazionali Spa c. Hugo Trumphy SpA*, C-159/97), *La ley*, 1999, Vol. 4 p.1744-1749; RODRÍGUEZ BENOT, Andrés “Transporte marítimo de mercancías, espacio judicial europeo y cláusulas de elección de fuero”, *ACE*, Mayo, 2000, pp. 31-41; RODRÍGUEZ BENOT, Andrés, “Nota a la STJCE sobre el asunto Castelletti”, *REDI*, 1999, pág. 704; RODRÍGUEZ BENOT, Andrés, “Nota a la STJCE sobre el asunto MSG”, *REDI*, 1997, pág. 214, VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho procesal civil internacional...cit.*, p. 151

³³⁴ Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Quinta) de 9 de noviembre de 2000, *Coreck Maritime GmbH contra Handelsveem BV y otros*, Asunto C-387/98; JIMÉNEZ BLANCO, Pilar, “Nota a la STJCE sobre el asunto Coreck”, *REDI*, 2001, pp. 471

adquisición de los valores, sea cual fuera la forma elegida por el inversor de realizarla, es suficiente para aplicar la presunción de que el inversor acepta toda y cada una de las disposiciones en los Estatutos sociales y las decisiones de los órganos de dirección de la sociedad³³⁵. La presunción de aceptación que implica la adquisición de valores negociables, tiene como objetivo proporcionar estabilidad y prevención en la relación entre el inversor y la sociedad y, por otro lado, ofrece la necesaria seguridad jurídica que beneficia ambas partes. La existencia de una única cláusula de elección de órgano judicial competente establece un principio de igualdad y evita la dispersión de foros competentes, centrando todos los conflictos entre la sociedad y los accionistas (obligacionistas) a un determinado órgano jurisdiccional. Al someter a todos los accionista a un sólo órgano judicial, se evita la dualidad en el régimen aplicable a los inversores. Condicionar la validez del acuerdo de sumisión a una aceptación expresa por parte de cada uno de los titulares de valores de la empresa complicaría innecesariamente la relación entre la sociedad y los accionistas (obligacionistas). Tener cláusulas individuales de asignación de competencia significa que la sociedad se ve obligada a entablar demandas en diferentes Estados o que deba responder a acusaciones ante Tribunales en varios países³³⁶. Tal dispersión aumentaría la inseguridad jurídica y los riesgos de operar en los mercados de capitales, lo que se reflejaría en el coste de las transacciones, es decir, subiría el precio de la operación, y convertiría la sociedad en un ente mercantil menos competitivo.

La misma presunción de validez de la cláusula de atribución de competencia será aplicable al prospecto de emisión de los valores que elabora la sociedad. El acuerdo de sumisión, incorporado en el folleto, está a disposición del inversor. Él tiene acceso directo a las condiciones

³³⁵ LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, cit.

³³⁶ RODRÍGUEZ BENOT, Andrés, “Establecimiento de una cláusula de elección de foro en los Estatutos de una sociedad anónima. Aplicación del artículo 17 del Convenio de Bruselas al derecho de sociedades”, *La ley - Comunidades Europeas* 1992 N° 78 p. 1-8

de contrato. Así que, una vez realizada la compra de valores, éste último no puede alegar la falta de acuerdo atributivo sosteniendo que desconoce la cláusula. La sociedad ha cumplido la normativa correspondiente y ha proporcionado la información relevante al inversor antes de que éste efectúe la adquisición.

En cuanto a los inversores que adquieren valores de una sociedad anónima a través de intermediarios, se ha de distinguir entre el sistema de tenencia directa de valores y el sistema de tenencia indirecta. En los ordenamientos jurídicos que reconocen la relación directa entre el emisor y el inversor, la cláusula de sumisión vincularía a éste último. Sin embargo, en el sistema multinivel la relación del emisor de los valores es con la persona, física o jurídica, que está anotada en su registro, que, en la mayoría de los casos es el primer intermediario. Por lo tanto, el acuerdo de elección de foro será obligatoria tan sólo para esta persona. No vincularía de ningún modo el resto de operadores en la cadena de adquisición. El primer intermediario es el *legal owner* mientras que el último inversor se considera *beneficial owner*. Para la sociedad emisora el accionista es la persona cuyo nombre se encuentra inscrito en el registro de la sociedad. La relación directa es con él y no con el inversor final, a pesar de que éste último ejerce sus derechos de accionista, esto si, a través de la cadena de intermediarios³³⁷. La relación en cada nivel de la cadena se regirá por los contratos personales celebrados entre las partes. Por lo tanto, la cláusula de atribución de la competencia prevista en los Estatutos sociales no tendrá efecto vinculante entre la sociedad emisora y el titular de los valores. Así que, sí el acuerdo de designación de competencia cumple los requisitos de forma, sería válido sí no es abusivo y no es contrario a la orden jurídico. La validez de estos elementos el Tribunal competente la determina aplicando la *lex contractus*.

Los requisitos de forma en los contratos tienen como objetivo servir de prueba que demuestra la voluntad de las partes en una

³³⁷ La problemática de la distinción entre *legal owner* y *beneficial owner* se analiza en el Primer Capítulo, Sección III, apartado 3.3

relación mercantil. Sin embargo, la confirmación escrita de las condiciones de un contrato o las costumbres en el comercio internacional no siempre abarcan todos los supuestos de adquisición de valores. Las nuevas tecnologías de comunicación y, sobre todo, el desarrollo de Internet, han impuesto nuevos modelos de compraventa de valores negociables. La rápida e inminente innovación en las formas de adquisición de valores ha obligado al legislador nacional, comunitario e internacional a prever normas jurídicas especiales que regulen éstos nuevos tipos de contratación.

2.2. CLÁUSULA DE ATRIBUCIÓN DE COMPETENCIA EN LOS CONTRATOS ELECTRÓNICOS

El Cyber espacio ha revolucionado los principios tradicionales de determinación de la jurisdicción de los tribunales. La adquisición de todo tipo de productos, y más en concreto, de valores negociables, obliga al legislador invertir tiempo y recursos para eliminar las inevitables discrepancias que surgen de las relaciones contractuales realizadas por Internet. Los mercados de capitales contemporáneos dependen de forma directa de las tecnologías de comunicación y son el representante más celoso de todas sus novedades. La falta absoluta de fronteras es el elemento base de las transacciones en el Cyber espacio. Sin embargo, como en cada relación comercial, la resolución de los conflictos siempre está vinculada con una determinada jurisdicción. Si la operación se realiza en un espacio único y absoluto para todos, la jurisdicción para pronunciarse sobre una determinada controversia pertenece a un concreto órgano judicial. Estos elementos tan especiales de las transacciones financieras realizadas en el Cyber espacio han planteado múltiples problemas de determinación de los criterios que asignan el Tribunal competente para resolver un conflicto.

El desarrollo de las nuevas tecnologías ha permitido interconectar los mercados internacionales de manera que las operaciones de

adquisición de acciones anotadas en cuenta se realicen en cualquier momento y desde cualquier punto del planeta. Tal interrelación significa que el éxito de una transacción, en la mayoría de los casos, requiere disponer de toda la información relevante y saber reaccionar – comprar o vender- a tiempo. La compraventa de valores por Internet ofrece al inversor la rapidez necesaria y, al mismo tiempo, la independencia a la hora de efectuar la adquisición. Por otro lado, es un medio de comunicación y publicidad barato y de fácil acceso para todos los operadores, tanto para las empresas interesadas- emisoras de valores o intermediarios, como para los inversores. Un gran número de sociedades financieras y empresas de intermediación en Bolsa ofrecen servicios por Internet.

Son Cyber contratos los pactos mercantiles en los que “oferta y aceptación se transmiten por medio de equipos electrónicos de tratamiento y almacenamiento de datos conectados a una red de telecomunicaciones”, de acuerdo con la Ley 34/2002, de Servicios de la Sociedad de la Información y del Comercio Electrónico³³⁸. La relación mercantil por Internet se realiza a través de los llamados contratos “*click-wrap*” que son acuerdos sobre las condiciones concretas de la relación que el proveedor de los productos o servicios proporciona *online* al cliente. Este último, si está de acuerdo con los términos establecidos en el acuerdo, puede aceptarlos o bien, pulsando el botón correspondiente, o bien, escribiendo unas determinadas palabras. Este tipo de contratos se diferencian de los acuerdos denominados “*browne-wrap*” en los que las condiciones del contrato están simplemente anotados en la página web del proveedor sin que se le exige al cliente declarar su acuerdo con dichas condiciones de forma expresa³³⁹.

³³⁸ Ley 34/2002, de Servicios de la Sociedad de la Información y del Comercio Electrónico, BOE núm. 166, de 12-07-2002, pp. 25388-25403; corrección de errores BOE núm. 187, de 06-11-2002, p. 28951

³³⁹ BATALLA TRILLA, Anna “Contratación electrónica y jurisdicción competente: el concepto de «actividades dirigidas en el nuevo sistema comunitario»” *La Ley*, Nº 6001, Año XXV, 21 Abr. 2004, Ref. D-92; GEIST MICHAEL A., “Is there a there there? Toward greater certainty for internet jurisdiction”, <http://www.law.berkeley.edu/journals/btlj/articles/vol16/geist/geist.pdf>; GILLIES Lorna, “A Review of the New Jurisdiction Rules for Electronic Consumer Contracts within the European Union”, Commentary, 2001, Nº1, *JILT*, http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/law/elj/jilt/2001_1/gillies; GUILLEMARD, Sylvette, *Le droit international privé face au contrat de vente cyberspatial*, Tesis doctoral presentada en la Facultad de estudios superiores de la Universidad Laval de Quebec, enero 2003, pp. 231 y sigs.;

La contratación en el Cyber espacio, a pesar de su particular forma de realización, no se diferencia sustancialmente de las otras formas de contratación- presencial, por teléfono o por fax. Es, sin embargo, una contratación a distancia y, por lo tanto, para su validez será imprescindible que estén cumplidos los requisitos determinados en la ley que rige el contrato³⁴⁰. La misma condición ha de ser cumplida en lo que se refiere al acuerdo de atribución de competencia³⁴¹. Es decir, para que sea válida la cláusula de sumisión en un contrato realizado por Internet, el pacto atributivo debe responder a las exigencias previstas en el art. 23 R44/01. La operatividad del precepto se determina por el cumplimiento de las condiciones del apartado 1³⁴². En este contexto, el inversor o el intermediario debe estar domiciliado en un Estado Miembro. Si ambas partes tienen su domicilio en el mismo Estado, el contrato ha de presentar algún elemento de internacionalidad, por ejemplo, las acciones que el intermediario adquiere en nombre de su cliente deben cotizarse en mercado regulado que se encuentra en un Estado, distinto del país en el que las partes residen. El tribunal ante que se presenta la demanda debe comprobar la existencia de un acuerdo válido de atribución de la competencia, un acuerdo del que se desprende sin más dificultades la voluntad de las partes. Por lo tanto, excepto en aquellos casos en los que se prevén límites a la autonomía de la voluntad –foros exclusivos y foros de protección- este acuerdo expreso tiene primacía sobre las demás normas de competencia previstas, y en especial, significa que el demandado podrá siempre hacerlo valer incluso ante los tribunales de

JEANNERET, Vincent, *Aspects juridiques du commerce électronique*, Zurich: Schulthess, cop. 2001; MIGUEL ASENSIO, Pedro Alberto de, “Directiva sobre el comercio electrónico: determinación de la normativa aplicable a las actividades transfronterizas.”, *RCE*, Núm. 20, Octubre 2001, <http://vlex.com/vid/123958>; RICE, Denis T. “Jurisdiction over internet disputes: different perspectives under American and European law in 2002” ABA Section on international law & practice, Annual Spring Meeting, New York City, May 8, 2002

³⁴⁰ El art. 23.3 de la Ley española de Servicios de la Sociedad de la Información y del Comercio Electrónico (LSSICE) dispone que “*Siempre que la Ley exija que el contrato o cualquier información relacionada con el mismo conste por escrito, este requisito se entenderá satisfecho si el contrato o la información se contiene en un soporte electrónico*”

³⁴¹ DE MIGUEL ASENSIO, Pedro, *Derecho privado de Internet*, Civitas, 2000, pp. 385-393

³⁴² LENDA, Peter, “The choice-of-law in European electronic commerce contracts”, http://128.176.101.170/eclip/documents/PIL_european_electronic_commerce_contracts.pdf; SUQUET CAPDEVILA, Josep, *Las cláusulas de elección de...*, cit.

su propio domicilio que deberán, por consiguiente, declinar su competencia³⁴³.

En cuanto a los requisitos de forma, los contratos electrónicos no se diferencian del resto de contratos- la cláusula de elección de tribunal se ha de hacer de forma escrita. En este contexto, las particularidades de estos tipos de contratos los hacen merecedores de una regulación especial. El apartado 2 del art. 23 dispone que “*se considerará hecha por escrito toda transmisión efectuada por medios electrónicos que proporcione un registro duradero del acuerdo*”. La norma comunitaria no precisa qué se debe entender por un registro duradero que equivale a la firma. La interacción entre las normas comunitarias permite acudir a la Directiva 1999/93 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de Diciembre de 1999, por la que se establece un marco comunitario para la firma electrónica³⁴⁴. El art. 5 de la Directiva reconoce los mismos efectos a la firma electrónica que la firma manuscrita en soporte de papel³⁴⁵. Consecuentemente, el contrato de adquisición de valores realizado por Internet y la cláusula de sumisión incluida en el, para cumplir el requisito de forma “por escrito”, deben contener la consignación de la firma electrónica de ambas partes³⁴⁶.

En España la Comisión Nacional de Mercado de Valores ha emitido un Acuerdo en relación con la adaptación del Sistema

³⁴³ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “Las cláusulas de elección de foro...”, p. 105

³⁴⁴ Directiva 1999/93/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de Diciembre De 1999, por la que se establece un marco comunitario para la firma electrónica, DO N° L13 de 19/01/2000 pp. 12-20, en la que el concepto de “firma electrónica” se determina en el art. 2 como “los datos en forma electrónica anejos a otros datos electrónicos o asociados de manera lógica con ellos, utilizados como medio de autenticación”. La Directiva ha sido traspuesta en el ordenamiento jurídico español a través de la Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica. Esta Ley moderniza el Real Decreto- Ley 14/1999, de 17 de septiembre. La normativa interna establece en el art. 3.1 que “*la firma electrónica es el conjunto de datos en forma electrónica, consignados junto a otros o asociados con ellos, que pueden ser utilizados como medio de identificación del firmante.*”

³⁴⁵ Art. 5 de la Directiva, establece que “*los Estados miembros procurarán que la firma electrónica avanzada basada en un certificado reconocido y creada por un dispositivo seguro de creación de firma satisfaga el requisito jurídico de una firma en relación con los datos en forma electrónica del mismo modo que una firma manuscrita satisface dichos requisitos en relación con los datos en papel; y sea admisible como prueba en procedimientos judiciales*”.

³⁴⁶ DE MIGUEL ASENSIO, Pedro, *Derecho privado de Internet*, cit., p. 392; FERNÁNDEZ MASIÁ, Enrique, “Cláusulas de sumisión en contratos electrónicos internacionales”, *REEI*, <http://www.reei.org/reei5/E.Fdez.Masia.pdf>, pp. 10-12; LENDA, P.; “Choice of Law in European Electronic Commerce Contracts”, pp. 20-21, disponible en <http://www.jura.uni-muenster.de/eclip/documents>

CIFRADO a los servicios de certificación y firma electrónica reconocida. Con el mismo documento se crea el Registro Telemático de la Comisión Nacional del Mercado de Valores³⁴⁷. Al mismo tiempo, el artículo 14 del Real Decreto 867/2001, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, establece que las empresas que ofrecen servicios de inversión vía Internet deben tener una memoria descriptiva de los medios y procedimientos implantados con el fin de garantizar la correcta aplicación de la normativa nacional y, la calidad y la seguridad de los servicios que proporciona. Esta obligación vincula todas las sociedades de servicios de inversión (SSI) y las entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva (EGIIC) que están establecidas en España y dirigen sus servicios al mercado nacional a través del Internet y/u otros medios telemáticos interactivos. La normativa se aplica, asimismo, a empresas que, sin estar domiciliadas en España, presten servicios de inversión en el mercado nacional teniendo un establecimiento permanente en España³⁴⁸.

Consecuentemente, un acuerdo de atribución de competencia incluido en un contrato de adquisición de valores realizado por Internet o acordado, una vez surgida la controversia, será válido, según el art. 23.2 R44/01, si queda constancia duradera del consentimiento de ambas partes y que debe poder ser reproducido en forma de papel en un momento posterior.

El supuesto analizado presenta el caso en el que el cliente y el intermediario determinan libremente las condiciones de su relación contractual y, entre ellas, la cláusula de elección de tribunal. En la

³⁴⁷ Acuerdo de 15 de septiembre de 2006, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en relación con la adaptación del Sistema CIFRADO/CNMV a los servicios de certificación y firma electrónica reconocida y se crea el Registro Telemático de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

³⁴⁸ Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el Régimen Jurídico de las empresas de servicios de inversión (modificado por el Real Decreto 54/2005, de 21 de enero, por Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre y por el Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo), Las entidades de crédito que prestan servicios de inversión no están obligadas a presentar dicha memoria a la CNMV, ya que no están sujetas a su supervisión. BERROCAL LANZAROT, A. I., “Régimen jurídico de los prestadores de servicios de certificación en la nueva Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica”, *RDNT*, (6), 2004, pp. 69-100; LÓPEZ-GALIACHO PERONA, Javier” La firma electrónica de la persona jurídica: una alteración del sistema clásico de representación”, *BIMJ*, Año 59, N° 1999, 2005, pp. 3887-3907; MARTÍNEZ NADAL, A.: “Firma electrónica, certificados y entidades de certificación: la nueva Ley 59/2003, de firma electrónica”, *RCE*, 47, marzo 2004, pp. 73-103; MÁRQUEZ LOBILLO, P.: “La prestación de servicios de certificación en la Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica”, *RCE*, 47, marzo 2004, pp. 3-37

contratación electrónica, sin embargo, es práctica habitual que el broker proponga las condiciones generales de contratación, entre ellas una cláusula de atribución de competencia, y el cliente las acepte o no³⁴⁹. El art. 23 guarda silencio en cuanto a las condiciones que ha de cumplir una cláusula de elección del foro, incorporada en este tipo de contrato, para satisfacer los requisitos de forma. Indicaciones concretas se encuentran en la Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2000 relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el comercio electrónico) y en la Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y el Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores³⁵⁰. Ambas normas establecen requisitos específicos que debe contener el contrato a distancia. Se exige que el cliente, antes de aceptar las condiciones generales, tenga toda la información relevante sobre su contratante, el producto o servicios que contrata, el periodo de rescisión, etc. En relación con la cláusula atributiva del foro el art. 3.3.f) Directiva 2002/65 exige que el inversor que contrata a distancia los servicios financieros de un broker conozca las cláusulas contractuales, si las hubiere, relativas a la ley aplicable al contrato a distancia y/o a la jurisdicción competente para conocer del asunto. Es decir, la normativa comunitaria obliga a los proveedores de servicios financieros a proporcionar al cliente la posibilidad de conocer las condiciones de contratación, entre cuales, las cláusulas de elección de ley aplicable y de tribunal competente. De acuerdo con la práctica habitual en la contratación electrónica, el acceso a las condiciones generales de

³⁴⁹ DE MIGUEL ASENSIO, Pedro, *Derecho privado de Internet*, cit., p. 390-393; SUQUET CAPDEVILA, Josep, *Las cláusulas de elección de foro...*, cit., pp. 70-104

³⁵⁰ Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2000 relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el comercio electrónico), DO L 178, 17.7.2000, pp. 1/16

Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y el Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, y por la que se modifican la Directiva 90/619/CEE del Consejo y las Directivas 97/7/CE y 98/27/CE, DO L 271 de 9.10.2002, pp. 16/24

contratación normalmente se realiza con la pulsación de un link³⁵¹. El requisito de forma se cumple si, al pulsar el link, en la pantalla aparece de forma directa el texto del contrato y que el cliente puede conseguir de forma sencilla una copia de éste³⁵².

El contrato electrónico, como todo tipo de contrato, se considera celebrado cuando el inversor acepte las condiciones generales, incluida la cláusula de elección del foro. Para que sea válido el acuerdo, sin embargo, es imprescindible que tal confirmación se haga en soporte duradero que el inversor pueda guardar y/o imprimir³⁵³. De esta manera se cumple el requisito de forma, previsto en el art. 23.1 R 44/2001 en relación con los contratos electrónicos que contienen condiciones generales.

3. *EL LUGAR DE CUMPLIMIENTO DEL CONTRATO COMO CRITERIO PARA DETERMINAR EL FORO COMPETENTE*

A falta de un pacto (válido) entre las partes que determina la competencia judicial internacional, en caso de controversia entre las partes de un contrato de adquisición, administración y/o custodia de participaciones societarias, la competencia judicial internacional de los tribunales españoles se determina por art. 5.1 del R 44/2001³⁵⁴. La

³⁵¹ SUQUET CAPDEVILA, Josep, *Las cláusulas de elección de foro...*, cit., pp. 90-93

³⁵² FERNÁNDEZ MASIÁ, Enrique, “Cláusulas de sumisión...”, cit., p. 16

³⁵³ DE MIGUEL ASENSIO, Pedro, *Derecho privado de Internet*, cit., p. 391

³⁵⁴ ASIN CABRERA, María Asunción, “El *Forum Executionis* en materia contractual. Artículo 5.1 del Convenio de Bruselas, de 27 de septiembre de 1968. (Comentario a la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 15 de enero de 1987. Asunto 266/85). *NCEE*, N° 38, Año IV, Marzo 1988, pp. 147; CHECA MARTÍNEZ, Miguel “El foro del lugar de cumplimiento de la obligación contractual en el Convenio de Bruselas: avances en el contrato de trabajo plurilocalizado”, *La Ley*, 1997, Ref. D-86, tomo 2; ESTEBAN DE LA ROSA, Gloria/ MOLINA NAVARRETE, Cristóbal, “Reglas de competencia judicial internacional en el orden social: recientes problemas aplicativos”, *La Ley*, 2001, Ref. D-39, Tomo 2; FERNÁNDEZ MASIÁ, Enrique En torno a la interpretación del artículo 5.1 del Convenio de Bruselas de 1968: La Sentencia de 17 de junio de 1992 en el asunto C 26/91 (Jakob Handte y Cie GmbH c/Traitements mécano-chimiques des surfaces; perjuicio resultante de la no conformidad del sistema de aspiración vendido a las reglas sobre la higiene y la seguridad del trabajo, y de su no conformidad al uso al que estaba destinado) Competencia judicial internacional, reconocimiento y ejecución de Sentencias. *RGD*, N° 591, Diciembre 1993, pp. 11369; FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/ ARENAS GARCÍA, Rafael/ MIGUEL ASENSIO, Pedro Alberto de, *Derecho de los negocios internacionales*, 2 ed., Iustel, 2008; FONT I SEGURA, Albert, “La responsabilidad del porteador efectivo en el Convenio de Bruselas de 1968”, (STJCE DE 27 de octubre de 1998, As. C-51/97, *Reunión Européenne SA y otros c. Spliethoff's*

disposición del art. 5.1 R 44/2001 establece un foro especial de competencia judicial internacional. Es un criterio específico en tanto en cuanto establece un foro de competencia judicial internacional diferente del previsto en el art. 2 – el domicilio del demandado³⁵⁵. La regla de competencia del foro del domicilio del demandado se complementa con una regla de competencia especial en materia contractual. La disposición del art. 5.1 R 44/2001 permite atribuir competencia a un Tribunal cuando hay una estrecha relación entre el asunto y dicho órgano jurisdiccional³⁵⁶. La disposición tiene como objetivo unificar los criterios de determinación del foro sin la necesidad de hacer remisión alguna a las normas nacionales, respetando las reglas de proximidad entre el litigio y el Tribunal³⁵⁷. Al mismo tiempo, nombra de manera clara y expresa los criterios que determinan todos los elementos relevantes de la conexión entre el litigio y el Tribunal³⁵⁸. El carácter alternativo de ambas normas responde a los objetivos del Reglamento 44/2001: unificar las normas sobre conflictos de jurisdicción en materia civil y mercantil a través de reglas de competencia judicial que presenten un alto grado de previsibilidad. En este contexto, el Reglamento permite al demandante determinar fácilmente el órgano jurisdiccional ante el cual puede ejercitar una acción y al demandado prever razonablemente ante qué órgano jurisdiccional puede ser demandado³⁵⁹. La regla del art. 5.1 responde al objetivo de proximidad

Bevrachtungskantoor BV, Capitaine Commandant el NavIre «Alblasgracht V002»); GUZMÁN ZAPATER, Mónica “El artículo 5.1 del Convenio de Bruselas de 27 de septiembre de 1968 y su interpretación jurisprudencial por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas”, *RIE*, vol. 12, núm. 2, May.-Ago. 1985; VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal civil...*, *cit.*, pp. 142

³⁵⁵ La inserción del criterio del lugar de cumplimiento de la obligación que sirve de base de la demanda ha sido criticado en la doctrina sosteniendo que podría favorecer la parte “más fuerte”. Véase en este aspecto TIRADO ROBLES, Carmen, *La competencia judicial...*, *cit.*, pp. 42

³⁵⁶ En este contexto, véase la Sentencia del TJCE de 6 de octubre de 1976, *Industria Tessili Italiana Como contra Dunlop AG*, Asunto C-12/76, Recopilación de jurisprudencia 1976, pp.1473; Sentencia del TJCE de 29 de junio de 1994, *Custom Made Commercial Ltd contra Stawa Metallbau GMBH*, asunto C-288/92, Recopilación de Jurisprudencia 1994, pp. 2913

³⁵⁷ Sentencia del TJCE de 3 de mayo de 2007. *Color Drack GmbH contra Lexx International Vertriebs GmbH*, Asunto C-386/05, Recopilación de Jurisprudencia 2007

³⁵⁸ Asunto C-288/92, apartado 12.

³⁵⁹ Sentencia TJCE, *Falco Privatstiftung, Thomas Rabitsch contra Gisela Weller-Lindhorst*, Asunto C-533/07, de 23 de abril de 2009, apartado 22; Sentencia TJCE, *Reisch Montage AG contra Kiesel Baumaschinen Handels GmbH*, Asunto C-103/05, 13 de julio de 2006, Rec. p. I-6827, apartado 29; Sentencia TJCE, *ASML Netherlands BV contra Semiconductor Industry Services GmbH (SEMIS)*, Asunto

del objeto del litigio con el tribunal competente. La existencia de un vínculo estrecho entre el contrato y el órgano jurisdiccional es un elemento objetivo que potencia la seguridad jurídica y cumple los objetivos del Reglamento.

El precepto del art. 5.1 R 44/2001 establece que en materia contractual serán competentes para resolver el conflicto los tribunales del lugar en el que se hubiera cumplido o debiere cumplirse la obligación que sirve de base de la demanda. La operatividad de la norma se condiciona por el cumplimiento de dos requisitos. En primer lugar, el precepto se aplica sólo en los casos en los que el demandado está domiciliado en un Estado Miembro. Y en segundo, puesto que el art. 5 y el art. 2 son alternativos, la disposición opera únicamente si de su aplicación se atribuye competencia de los tribunales de un Estado Miembro diferente del Estado en el que se encuentra el domicilio del demandado³⁶⁰.

La atribución de la competencia judicial al tribunal del lugar en el que se hubiera cumplido o debiera cumplirse la obligación que sirve de base de la demanda se justifica por la proximidad que tiene dicho órgano jurisdiccional con el conflicto. El art. 5.1 toma en consideración la proximidad entre el tribunal y la obligación contractual cuyo incumplimiento causa la controversia. En este contexto, el elemento crucial establecido en el art. 5.1, es el cumplimiento de la obligación que motiva la acción procesal del demandante. El TJCE, en el caso *Bloos contra Bouyer* hace una distinción entre el concepto de “contrato” y el de “obligaciones derivadas del contrato”³⁶¹. El Tribunal declara que

C-283/05, de 14 de diciembre de 2006, Rec. p. I-12041, apartados 16 y 22; Sentencia TJCE, *Color Drack GmbH contra Lexx International Vertriebs GmbH*, Asunto C-386/05, de 3 de mayo de 2007, Rec. p. I-3699, apartado 18

³⁶⁰ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Observaciones a la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, Sala Cuarta, de 3 de mayo de 2007, *Color Drack GmbH y Lexx International Vertriebs GmbH*”, *AEDIPR*, 2007, pp. 921-929

³⁶¹ Sentencia del TJCE, de 6 de octubre de 1976, *A. De Bloos, SPRL contra Société en commandite par actions Bouyer*, Asunto C-14/76, Recopilatorio de Jurisprudencia 1976, pp. 517. El litigio es entre un concesionario de un contrato de distribución exclusiva con sede en Bélgica y un concedente establecido en Francia. El demandante alega incumplimiento de exclusiva por la otra parte y pide la disolución del contrato y la indemnización por daños y perjuicios.

el criterio previsto en el art. 5.1 no se refiere a cualquier obligación contractual sino a la obligación que sirve de base de la demanda.

En las operaciones que se realizan en los mercados financieros internacionales se distinguen dos tipos de contratos. Por un lado, está el contrato de adquisición de acciones que se puede celebrar o bien entre el inversor y la sociedad anónima, o bien entre el cliente y el intermediario que tiene en su cartera participaciones societarias de una o varias sociedades anónimas. Por otro lado, está el contrato entre el inversor y el intermediario con el que el profesional se obliga, en cumplimiento de las órdenes de su cliente, a adquirir, administrar y/o custodiar los valores anotados en la cuenta del inversor. En el primer caso se trata de un contrato de compraventa, mientras que el segundo es un contrato de prestación de servicios. El primero se cubre por el art. 5.1 R 44/2001, mientras que el segundo, por el art. 5.1.b) R 44/2001. A continuación se analiza cada uno de los supuestos en relación con la determinación del foro competente.

En los contratos de adquisición de participaciones societarias celebrados entre el inversor y la sociedad emisora, la obligación del cliente es pagar el precio de la transacción y la del emisor, entregar las acciones representadas por títulos o transferir los valores electrónicos en la cuenta contable correspondiente. Las mismas obligaciones tienen el cliente y el broker/banco en el caso en el que el primero adquiere acciones de una sociedad anónima que el segundo tiene en su cartera. El inversor ha de pagar el precio y el profesional transferir la titularidad de las participaciones. La transacción de los derechos anotados en cuenta se hace con una modificación contable de débito y crédito en las cuentas de los participantes en la operación. Por lo tanto, el lugar del cumplimiento de la obligación relevante será el lugar en el que se encuentra el registro donde se ha de realizar la anotación correspondiente. Consecuentemente, en el caso de valores representados por medio de títulos, el art. 5.1 atribuye competencia a los tribunales del lugar en el que la sociedad emisora entrega el documento físico. Sin embargo, si las acciones están representadas por

medio de anotaciones en cuenta, la competencia judicial pertenece, de acuerdo con el art. 5.1, a los tribunales del lugar en el que se encuentra el registro en el que se efectúa la anotación del cambio de titularidad de los valores. Si el conflicto surge en la relación entre el intermediario y su cliente, y el incumplimiento contractual es del primero, serán competentes los tribunales del lugar en el que se encuentra la cuenta en la que se custodian los valores y se realizan las anotaciones de débito y de crédito. Si el cliente, en cualquiera de estos supuestos, no cumple su obligación contractual, no paga el precio, son competentes los tribunales del lugar en el que se encuentra la cuenta en la que el cliente ha de ingresar la suma debida.

3.1. EL LUGAR DE ENTREGA DE LAS MERCANCÍAS

El lugar del cumplimiento de la obligación que sirve de base de la demanda es un foro contractual destinado a regular la competencia judicial internacional en el comercio internacional. El concepto, sin embargo, es un concepto bastante amplio que tiene como objetivo abarcar todos los preceptos de relaciones mercantiles. Aun así, para poder englobar la totalidad de posibilidades, el legislador comunitario ha previsto disposiciones especiales en función de si en el contrato se pacta la entrega de mercancías o la prestación de servicios. Para saber en qué precepto entran los contratos de compraventa de valores negociables, art. 5.1.a) o art. 5.1.b), se ha de delimitar, en primer lugar, si la transacción de valores se puede entender como entrega de mercancías.

Ni el Reglamento 44/2001, ni el Convenio de Lugano establecen qué se ha de entender por “entrega de mercancías”. El término “mercancías” se emplea en el art. 1 de la Convención de Viena para determinar el ámbito de aplicación de la normativa internacional. Sin embargo, la norma convencional no ofrece una definición del término. La doctrina entiende por mercancías todo tipo de cosas materiales

susceptibles de ser objeto de transacciones jurídicas y de derechos reales³⁶². La Real Academia Española define las mercancías como cosas muebles que se hacen objeto de trato o venta. Por su parte, la Comisión de las Naciones Unidas de Derecho de Comercio Internacional en el *UNCITRAL Model Law on Procurement of Goods, Construction and Services with Guide to Enactment* establece que el término “mercancías” incluye los materiales crudos, los productos, el equipamiento y otros objetos físicos de todo tipo y descripción, en forma sólida, líquida o gaseosa, y la electricidad³⁶³. La formulación de las tres definiciones tiene como objetivo presentar de manera posiblemente más amplia que se entiende por mercancía, englobando todas y cada uno de los bienes que se pueden cualificar como objetos tangibles, incluso la energía. Por lo tanto, aplicando dichas definiciones, resulta indudable que los valores negociables se pueden calificar como mercancías. No obstante, una normativa internacional con un ámbito de aplicación tan amplio como la Convención de Viena da un trato particular a las transacciones de valores³⁶⁴.

³⁶² BIANCA, C.M./ BONELL, M.J., *Comentary on the International sales law. The 1980 Vienna Convention*, Giuffrè, 1987, pp. 27-33; CALVO CARAVACA, Alfonso- Luis, “Artículo 1” en DIEZ- PICAZO Y PONCE DE LEON, Luis (Coord.): *La compraventa internacional de mercancías. Comentario de la Convención de Viena*, Madrid, Civitas, 1998, pp. 45-59, p.48; LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, cit., pp. 122

³⁶³ Comisión de las Naciones Unidas de Derecho de Comercio Internacional (UNCITRAL), *UNCITRAL Model Law on Procurement of Goods, Construction and Services with Guide to Enactment*, disponible en: <http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/procurem/ml-procurement/ml-procure.pdf> , establece que: "goods" includes raw materials, products, equipment and other physical objects of every kind and description, whether in solid, liquid or gaseous form, and electricity; (the enacting State may include additional categories of goods.

³⁶⁴ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Compraventa internacional de mercaderías. Nota a la Sentencia de la AP de Bizkaia núm. 508/2006 (Sección 3ª), de 11 de octubre”, *REDI*, 2007, 310- 314; CAMPUZANO DÍAZ, Beatriz, *La repercusión del Convenio de Viena de 11 de abril de 1980 en el ámbito de la compraventa internacional de mercaderías: (estudio de su aplicación y de sus relaciones con la norma de conflicto y la Nueva Lex Mercatoria)*, Sevilla: Universidad de Sevilla, Secretariado de Publicaciones, 2000; DÍEZ-PICAZO, Luis María/CABANILLAS SÁNCHEZ, Antonio, *La compraventa internacional de mercaderías: comentario de la convención de Viena*, Madrid: Civitas, 1998; MARTÍNEZ CAÑELLAS, Anselmo, *La Interpretación y la integración de la Convención de Viena sobre la Compraventa Internacional de Mercaderías, de 11 de abril de 1980*, Granada: Comares, 2004; MARTÍNEZ CAÑELLAS, Anselmo M. “La interpretación jurisprudencial de la Convención de Viena sobre compraventa internacional de mercaderías - especial consideración a la jurisprudencia española” http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1147388; VIGURI PEREA, Agustín, *Los contratos comerciales internacionales: análisis de la compraventa desde la perspectiva del derecho comparado: (derecho español, derecho norteamericano, Principios UNIDROIT y Convención de Viena)*, Madrid: Fundación Registral, 2007

El Convenio de Viena regula los contratos de compraventa de mercancías entre partes establecidos en Estados diferentes. Sin embargo, hay una serie de contratos internacionales de compraventa que quedan excluidos de su ámbito de aplicación. En la letra d) del art. 2 del Convenio de Viena se establece que las normas de la Convención no se aplican a los pactos que tienen como objeto la compraventa de valores mobiliarios, títulos o efectos de comercio y dinero³⁶⁵. Tal exclusión se hace por razón de tipo de mercancías. Los creadores de la Convención han tomado en consideración las normas imperativas en algunos ordenamientos jurídicos en los que los valores mobiliarios y el dinero no se consideran mercancías. Por lo tanto, prever disposiciones legales sobre los contratos de compraventa de tales bienes iba a ser contradictorio a los fines de la Convención de Viena. El régimen especial de los valores negociables, los títulos y el dinero requiere normas particulares que regulen su transacción. Por estas razones, las operaciones relacionadas con los derechos incorporados en dichos documentos quedan fuera de ámbito de aplicación del Convenio de Viena.

El trato especial que se otorga a los valores negociables se debe a su particular forma de subsistir y circular en el comercio internacional. A pesar de que en algunos supuestos y en determinados Estados la existencia de los valores se materializa en papel, éstos son instrumentos financieros intangibles que representan los derechos y las obligaciones oponibles al emisor y, al mismo tiempo, son bienes que tienen valor económico y pueden ser objeto de diversos tipos de operaciones en los mercados de capitales³⁶⁶. El valor económico deriva de los derechos

³⁶⁵ El art. 2 CV se basa en el art. 5.1 de la Ley uniforme sobre la venta internacional de objetos mobiliarios corporales adoptada en el marco de la Conferencia Internacional de la Haya de 1964 en la que se establece que “La presente ley no se aplicará a las ventas de: a) de Acciones, valores de inversión, títulos de crédito o moneda. b) De buques, embarcaciones o aeronaves que, en el presente o en el futuro estén sujetos a registro. c) De electricidad, d) De ventas judiciales”; BIANCA, C.M., BONELL, M.J. *Commentary on the International...*, ob. cit., pp.38; Caffarena Laporta, Jorge; “Artículo 2” en DIEZ-PICASO Y PONCE DE LEON, Luis (Coord.): *La compraventa internacional...*, cit. 64

³⁶⁶ GARCIMERTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “The UNIDROIT Project on intermediated securities: Direct and indirect holding systems”, *Indret*, 1/2006, disponible en www.indret.com; RUIZ DEL POZO, Francisco Javier/ GARCÍA ALCUBILLA, Raquel, *Mercados primarios de valores: admisión a negociación en mercados secundarios oficiales y ofertas públicas de venta o suscripción. Comentario al título III de la*

representados sin que la forma de los valores tenga relevancia alguna. En el Derecho español, en el art. 51 LSA se prevé que los valores pueden ser representados por medio de título o por medio de anotaciones en cuenta y que en ambos casos el legislador nacional los considera valores mobiliarios. Los valores del primer tipo se traspasan a través de entrega de papel o mediante endoso y entrega cuando se trata de valores nominativos. En el segundo caso, la transacción se hace a través de anotaciones en las cuanta. Corresponde al emisor elegir la forma de representación³⁶⁷. Sin embargo, para que los valores puedan ser cotizadas en Bolsa es imprescindible la representación mediante anotaciones en cuanta.

En Francia el Código Civil en el art. 529 determina como valores muebles todas las acciones y obligaciones, como los intereses en las compañías de financiación. Al mismo tiempo, la adquisición primaria de valores se realiza a través de la entrega de certificados del depositario (art. L225-4, 6, 7, 13 del Código de Comercio francés). Los valores mobiliarios en el ordenamiento francés, sin embargo, no están representados mediante títulos. El art. L.211-2 del Código Monetario y Financiero francés define los valores mobiliarios como instrumentos emitidos por entidades públicas o privadas que se transfieren o bien, mediante anotaciones en cuenta, o bien, a través de entrega y atribuyen los mismos derechos a cada categoría³⁶⁸. Así que, los valores negociables tampoco se consideran, aplicando la legislación francesa, “*objets mobilières corporels*”.

El legislador alemán, por otra parte, regula la representación de los valores negociables de la misma manera. En el Derecho alemán

Ley de Mercado de Valores, Real Decreto 1310/2005, a la Orden EHA73537 y el Reglamento CE N° 809/2004, Civitas, 2006, pp. 39-41

³⁶⁷ Arts. 51, 52, 56 LSA y los arts. 5-12 de la Ley de Mercado de Valores

³⁶⁸ Têxto original del art. L.211-2 del Código Monetario y Financiero francés “*Constituent des valeurs mobilières, les titres émis par des personnes morales, publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine. Sont également des valeurs mobilières les parts de fonds communs de placement, les parts de fonds de placement immobilier et de fonds communs de créance.*” Versiones en inglés y castellano así como información completa de la legislación del Estado francés se pueden encontrar en <http://www.legifrance.gouv.fr/html/index.html>

cosas son sólo los objetos corporales definidos por ley. Por lo tanto, si la representación de los derechos patrimoniales incorporados en los valores, se realiza mediante documentos, éstos se podrán calificar como objetos. El Código Alemán de Gobierno Corporativo permite a la compañía elegir emitir o bien, valores nominativos, o bien, valores a porteador y la posibilidad de intercambiar ambas formas en cualquier momento³⁶⁹. Los valores a portador y los nominativos son dos tipos de valores diferentes, pero entran en la misma clase- ambas incorporan los mismos derechos. El código alemán da el mismo trato independientemente del hecho de que los valores al portador son mas fáciles de transferir.

Al mismo tiempo, la Ley alemana de Oferta de Adquisición de Valores define el su art. 2 como valores (*Wertpapiere*), aún cuando no estén representados por documentos, las acciones y todos los demás valores que incorporen un derecho de adquisición de acciones, los valores equiparables a las acciones o de certificados representativos de acciones³⁷⁰. Es decir, el Derecho alemán también prevé un sistema de representación mediante anotaciones en cuenta o por títulos. Cuando los derechos incorporados se representan a través de anotaciones contables no se les aplica la reglamentación de los bienes corporales ya que no poseen calidad material.

³⁶⁹ Art. 23 AktG, Feststellung der Satzung (1) 1Die Satzung muß durch notarielle Beurkundung festgestellt werden. 2Bevollmächtigte bedürfen einer notariell beglaubigten Vollmacht. (2) In der Urkunde sind anzugeben 1. die Gründer; 2. bei Nennbetragsaktien der Nennbetrag, bei Stückaktien die Zahl, der Ausgabebetrag und, wenn mehrere Gattungen bestehen, die Gattung der Aktien, die jeder Gründer übernimmt; 3. der eingezahlte Betrag des Grundkapitals. (3) Die Satzung muß bestimmen 1. die Firma und den Sitz der Gesellschaft; 2. den Gegenstand des Unternehmens; namentlich ist bei Industrie- und Handelsunternehmen die Art der Erzeugnisse und Waren, die hergestellt und gehandelt werden sollen, näher anzugeben; 3. die Höhe des Grundkapitals; 4. die Zerlegung des Grundkapitals entweder in Nennbetragsaktien oder in Stückaktien, bei Nennbetragsaktien deren Nennbeträge und die Zahl der Aktien jeden Nennbetrags, bei Stückaktien deren Zahl, außerdem, wenn mehrere Gattungen bestehen, die Gattung der Aktien und die Zahl der Aktien jeder Gattung; 5. ob die Aktien auf den Inhaber oder auf den Namen ausgestellt werden; 6. die Zahl der Mitglieder des Vorstands oder die Regeln, nach denen diese Zahl festgelegt wird. (4) Die Satzung muß ferner Bestimmungen über die Form der Bekanntmachungen der Gesellschaft enthalten. (5) 1Die Satzung kann von den Vorschriften dieses Gesetzes nur abweichen, wenn es ausdrücklich zugelassen ist. 2Ergänzende Bestimmungen der Satzung sind zulässig, es sei denn, daß dieses Gesetz eine abschließende Regelung enthält.

³⁷⁰ Ley de Oferta de Adquisición de Valores (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG), de 20 Diciembre 2001 (Federal Law Gazette I p. 3822), Modificada con art. 10 de la Ley de 05 enero 2007 (Federal Law Gazette I p. 10). El texto en inglés es puede encontrar en <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=&sprache=1&filter=&ntick=0>

En el Derecho inglés, por “valores” el art. 207 de *Companies Act* 1989 entiende los diferentes tipos de acciones, obligaciones, bonos y otras variedades de instrumentos financieros previstos en la legislación interna y los correspondientes derechos incorporados en ellos³⁷¹. Por otra parte, la *Financial Services Authority* en relación con las sociedades de capital variables distingue en la *Collective Investment Schemes* dos tipos de “accionistas”- la persona que posee el documento que incorpora los derechos, en caso de valores al portador, y la persona cuyo nombre figura en el registro del emisor, en caso de valores nominativos. Los valores pueden circular en el mercado financiero británico, igual que en el resto de mercados mencionados anteriormente, mediante la entrega de los certificados o a través de anotaciones en cuentas³⁷². Por lo tanto, los derechos representados en los valores pueden o bien, materializarse en papel, o bien, existir en una forma electrónica o desmaterializada. Ahora, para saber si los valores se consideran mercancías (*goods*) se ha de acudir a la definición en la Sección 61 (1) del *Sale of Goods Act*, que entiende por *goods*, todas las cosas que una persona puede tener tanto la propiedad, como la posesión física salvo la *action o money*.

En conclusión, las acciones de una sociedad anónima no pueden ser calificadas como mercancías ni para los efectos del Convenio de Viena de 1980, ni tampoco para el objetivo del art. 5.1 R44/01. El precepto de la letra b) frase primera de dicho artículo no puede aplicarse como criterio para determinar la competencia judicial internacional de un determinado Tribunal en relación a las transacciones internacionales participaciones societarias. Las acciones no son mercancías, son derechos y obligaciones oponibles al emisor.

³⁷¹ *Companies Act 2006, Part 17 A company's share capital, I. Chapter 1 Shares and share capital of a company, art. 541 Nature of shares* “The shares or other interest of a member in a company are personal property (or, in Scotland, moveable property) and are not in the nature of real estate (or heritage)”. *Companies Act 1989, Art. 207 Part IX “Transfer of Securities” Transfer of Securities (1) The Secretary of State may make provision by regulations for enabling title to securities to be evidenced and transferred without a written instrument. In this section— (a) “securities” means shares, stock, debentures, debenture stock, loan stock, bonds, units of a collective investment scheme within the meaning of the Financial Services Act 1986 and other securities of any description; (b) references to title to securities include any legal or equitable interest in securities;*

³⁷² Información completa sobre el tema se puede encontrar en la página web de la autoridad británica de control de las operaciones en los mercados financieros- *Financial Services Authority*: <http://www.fsa.gov.uk/pages/index.shtml>

Aunque estén incorporadas en título, el valor de la acción no es el papel, sino precisamente éstos derechos y obligaciones. Por esta razón, la forma de representación, en papel o a través de anotaciones en cuenta, es del todo irrelevante. La operación de adquisición tiene como objetivo el transfer de la titularidad que, esto si, sigue determinadas reglas de forma- la entrega del documento físico o las anotaciones en cuentas contables.

3.2. *EL LUGAR DE LA PRESTACIÓN DE LOS SERVICIOS*

El desarrollo de las nuevas tecnologías ha cambiado completamente el sistema de tenencia y transfer de valores negociables. Los mercados en los que se negocian los instrumentos financieros ya no son solamente lugares habituales de encuentro y negocios de los profesionales de este campo. Todas las operaciones de compraventa se realizan vía electrónica desde cualquier lugar del planeta y con una simple conexión a Internet. El protagonismo principal en las operaciones que se realizan en los mercados financieros internacionales, lo tienen los intermediarios. Se elimina la relación contable directa entre el emisor y el inversor y las funciones de enlace se efectúan por una larga cadena de intermediarios.

La incorporación de las nuevas tecnologías ha eliminado las fronteras geográficas y ha provocado una deslocalización de los mercados de capitales haciendo difícil y, en ocasiones, imposible la correcta y concreta localización de todos y cada uno de los elementos de una transacción. La dificultad o la imposibilidad de localizar dichos elementos invalidan los criterios tradicionales de vinculación de la transacción con una determinada jurisdicción y/o ley nacional. Por eso, el legislador ha de buscar los elementos más objetivos en las

operaciones bursátiles para poder utilizarlos como criterios de conectividad entre la transacción y un órgano jurisdiccional³⁷³.

En los esfuerzos de encontrar formas y modelos de diferente índole para poder localizar en cada momento las piezas del puzzle llamado transacción de valores negociables, se involucran tanto los legisladores nacionales, como organizaciones y asociaciones de diferentes ramas y niveles del sector financiero. Una de las asociaciones con mayor relevancia es la IOSCO - Organización Internacional de Comisiones de Valores³⁷⁴. Los principios y los objetivos de la organización en este ámbito se materializan en el *Acuerdo multilateral de entendimiento sobre consulta, cooperación e intercambio de información* de Mayo de 2002³⁷⁵. El art. 7 del Acuerdo establece el marco de la cooperación entre las autoridades nacionales de valores. Los miembros se comprometen, sin ningún tipo de limitaciones pero respetando las normativas nacionales de protección de datos personales, a suministrar toda la información relevante, previo requerimiento, relativa a los elementos necesarios para poder reconstruir las transacciones sobre valores y productos derivados. Se obligan, asimismo, a transferir los datos de los registros que indiquen al destinatario final (*beneficial owner*) y a la persona que ejerce el control y, en cada caso concreto, al titular de la cuenta³⁷⁶.

El objetivo del Acuerdo y, en especial, de la obligación de intercambio de información relevante, es poder localizar los elementos objetivos de la transacción y poder identificar el punto de conexión. De

³⁷³ HOPT, Klaus J. "The European insider dealing directive", en HOPT, Klaus J. y WYMEERSCH (dir.): *European insider dealing*, London/ Boston, 1991, pp. 147

³⁷⁴ Información completa sobre la actividad y los objetivos de la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) se puede encontrar en la página web de la organización: <http://www.iosco.org/> . La organización reúne representantes de las autoridades reguladoras de diferentes Estados de los cinco continentes. Está reconocida como uno de los *forums* internacionales más importantes. Los criterios de regulación y conducta que adopta influyen sobre la reglamentación de los mercados internos de valores. IOSCO tiene como objetivo promover la cooperación entre las autoridades nacionales basada en el intercambio de información. En segundo lugar, trabaja para establecer normas uniformes, estándares de regulación, destinados a facilitar el correcto funcionamiento de un mercado financiero cada vez más global.

³⁷⁵ El texto completo en castellano se puede consultar en la página web de la Comisión Nacional de Mercado de Valores.

³⁷⁶ Los datos emitidos han de especificar, asimismo, la cantidad de los valores comprada o vendida, su precio, la hora en la que se ha realizado la transacción y la persona física y la entidad de crédito o al intermediario que ha intervenido en la operación.

esta manera, por un lado se ejerce en cada momento determinado un control eficaz sobre las transacciones y, por otro lado, se proporciona una indudable transparencia en las actividades bursátiles y una mayor seguridad jurídica para todos los operadores³⁷⁷. La amplia libertad con la que disponen los operadores en el comercio internacional ha obligado al legislador a establecer unos criterios más concretos y, sobre todo, más objetivos, que minimizan la posibilidad de distorsión. Dicho criterio es un lugar concreto vinculado a otros elementos objetivos y fáciles de determinar y localizar.

La localización de los componentes de una transacción de valores permite identificar los elementos jurídicos de relevancia, imprescindibles para poder atribuir competencia a unos determinados tribunales. Así que, salvo pacto en contrarios entre las partes, sea en forma de una sumisión expresa o a través de una actitud de elección de Tribunal tácita (art. 23 y 24 Reglamento 44/2001), y dejando aparte las reglas generales del domicilio del demandado (art. 2 Reglamento 44/2001), la competencia para resolver el litigio la tendrán, conforme el art. 5.1.b), los tribunales del lugar en el que se ha de cumplir la obligación que sirve de base de la demanda. En casos en los que la obligación consiste en la prestación de servicios, será el lugar en el que ha de prestar el servicio. En las transacciones de valores el punto de conexión más objetivo y determinable entre el Tribunal y el litigio es el lugar en el que el intermediario ha de realizar el servicio.

El art. 5.1.b), sin embargo, no define qué se ha de entender por “prestación de servicios”. Para reforzar el objetivo primordial de seguridad jurídica que rige las reglas de competencia previstas en el Reglamento, el TJCE establece que la noción de “prestación de servicios” se ha de definir de manera autónoma³⁷⁸. El Tribunal de Luxemburgo declara que el concepto de servicios implica que la parte

³⁷⁷ Art.10 Acuerdo multilateral de entendimiento sobre consulta, cooperación e intercambio de información. La información que intercambian las autoridades nacionales puede ser utilizada, previo consentimiento de la Autoridad Requerida, para comprobar el cumplimiento de las normas legales internas, en un procedimiento de inspección o sanción en el ámbito civil, administrativo o penal

³⁷⁸ Sentencia TJCE, *Falco Privatstiftung, Thomas Rabitsch contra Gisela Weller-Lindhorst*, Asunto C-533/07, de 23 de abril de 2009, apartado 26

que los presta lleva a cabo una determinada actividad como contrapartida de una remuneración³⁷⁹. Al determinar los parámetros del concepto no pueden ignorarse, sin embargo, las diferentes normas comunitarias relevantes al tema- el art. 50 CE, el art. 13.3 R 44/2001 y la Directiva 2006/123/CE del Parlamento y del Consejo, del 12 de diciembre 2006 relativa a los servicios en el mercado interior³⁸⁰. De hecho la definición que hace el TJCE sigue la línea que el legislador comunitario establece en el art. 50 CE. De acuerdo con la norma en cuestión “se considerarán como servicios las prestaciones realizadas normalmente a cambio de una remuneración, en la medida en que no se rijan por las disposiciones relativas a la libre circulación de mercancías, capitales y personas”. Sin embargo, esta definición tiene un carácter demasiado amplio, lo que obliga acudir a normas que regulan en detalle el tema concreto³⁸¹. En este contexto, es de utilidad la Directiva 2006/123/CE en la que el legislador comunitario incluye una lista de contratos que se consideran contratos de prestación de servicios entre los cuales los servicios financieros, como los bancarios, de crédito, de seguros y reaseguros, de pensiones de empleo o individuales, de valores, de fondos de inversión, de pagos y asesoría sobre inversión, incluidos los servicios enumerados en el anexo I de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición)³⁸² (art. 2.2.b). En relación con los servicios financieros se ha de mencionar, asimismo, la Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores y la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de

³⁷⁹ *Idem*, apartado 29

³⁸⁰ Directiva 2006/123/CE del Parlamento y del Consejo, del 12 de diciembre 2006 relativa a los servicios en el mercado interior, *DO L* 376 de 27.12.2006

³⁸¹ BERLIOZ, Pierre, “La notion de fourniture de services au sens de l’article 5-1 b) du Règlement Bruxelles I”, *Juris Classeur*, 2008, pp. 675-717, p.680

³⁸² Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición), *DO L* 177, 30.06.2006, pp. 1/200

2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros ³⁸³. Ninguna de estas dos normas ofrece una definición del concepto, sino que enumera las actividades que se comprenden por “servicios financiero”. La Directiva 2002/65/CE en el art. 2.b) prevé que se entiende por “servicio financiero” todo servicio bancario, de crédito, de seguros, de jubilación personal, de inversión o de pago. Mientras que la Directiva 2004/39/CE en su art. 2 hace referencia al Anexo I que en su Sección A titulada entiende por servicios y actividades de inversión (1) Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros; (2) Ejecución de órdenes por cuenta de clientes; (3) Negociación por cuenta propia; (4) Gestión de carteras; (5) Asesoramiento en materia de inversión; (6) Aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme; (7) Colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme; (8) Gestión de sistemas de negociación multilateral.

Las normas mencionadas, sin embargo, tan solo enumeran las actividades que se consideran servicios (financieros) y no ofrecen definición alguna del “contrato de prestación de servicios”. En la Sentencia *Falco Privatstiftung, Thomas Rabitsch contra Gisela Weller-Lindhorst* el TJCE hace constantemente referencia a la falta de un concepto único e insiste en que la inmensa variedad en los tipos de contratación obliga a analizar cada caso concreto.

En relación con la adquisición de participaciones societarias en los mercados financieros internacionales se distinguen dos situaciones que cumplen las características de un contrato de prestación de servicios. En primer lugar está el contrato entre el intermediario y el cliente con el que el primero se compromete, en cumplimiento de las órdenes del segundo, a adquirir acciones de una o varias sociedades anónimas y/o administrar y custodiar la cuenta contable en la están

³⁸³ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo *DO L 145 de 30.4.2004*, p. 1/44

anotadas las participaciones. Por otro lado, está la relación en la que el inversor contrata los servicios financieros de un profesional para la adquisición de valores de uno o varios mercados regulados. Ambos supuestos cumplen la definición de servicios que el TJCE ofrece en el asunto *Falco Privatstiftung, Thomas Rabitsch contra Gisela Weller-Lindhorst*. Esto es, la parte que los presta lleva a cabo una determinada actividad como contrapartida de una remuneración. La obligación contractual del intermediario es cumplir las órdenes de su cliente en relación con la adquisición, la custodia y/o la administración de las acciones de una sociedad anónima y como contrapartida, recibe una comisión estipulada previamente en el contrato. Ambos tipos de contratos cumplen rigurosamente todas y cada una de las características de un contrato de servicios financieros y entran en el ámbito material del art. 5.1.b) R 44/2001. Cualquier incumplimiento activa, junto con el precepto del domicilio del demandado (art. 2), la competencia de los tribunales del lugar en el que el intermediario debe cumplir o debía prestado el servicio.

Particularidades en este aspecto presentan las transacciones que se realizan en los mercados bursátiles. En dichas operaciones las controversias no se producen tanto en relación con la transacción, como por la manera en la que el broker realiza sus tareas. Por ejemplo, el conflicto se puede crear por el hecho de que el broker no cumple las órdenes del inversor o cuando ha sobrepasado sus competencias y ha tomado decisiones erróneas. Estos contratos normalmente contienen cláusulas de atribución del foro³⁸⁴. A falta de un pacto (válido), son competentes, junto con el tribunal del lugar en el que está domiciliado el broker, el tribunal del lugar en el que el profesional debe cumplir sus obligaciones contractuales que es el mercado bursátil en el que opera. Este supuesto, sin embargo, presenta una particularidad importante. Los inversores no pueden acceder de forma directa en el mercado bursátil, sino que están obligados a contratar los servicios de un broker. Los profesionales que actúan en las bolsas de valores, por otro

³⁸⁴ VAN HOUTTE, Hans "The law applicable to securities transactions...", *cit.*, p. 81

lado, son miembro del mercado regulado. El inversor contrata sus servicios precisamente porque es miembro de la bolsa y puede adquirir o vender valores cotizados en nombre y por cuenta de sus clientes. El objeto del contrato son los servicios financieros relacionados con las actividades bursátiles. En caso de conflicto por incumplimiento contractual el art. 5.1.b) R 44/2001 otorga competencia judicial a los tribunales del lugar en el que el broker debe prestar el servicio, que es el mercado regulado en el que opera. Sin embargo, en el caso en el que el broker esta domiciliado en el Estado en el que se encuentra el mercado bursátil, prevalece el art. 2 y la regla del art. 5.1.b) no se aplica, puesto que las normas de competencia judicial internacional que se prevén en el Reglamento 44/2001 se articulan sobre el foro del domicilio del demandado que se complementa por las competencias espaciales previstas en el art. 5. Por lo tanto, en el supuesto analizado, son competentes los tribunales del lugar en el que se sitúa el mercado regulado por ser el foro del domicilio del demandado y no por el del lugar en el broker debe prestar el servicio.

El mercado del que se adquieren los valores y en el que operan las partes, es un criterio objetivo que justifica la atribución de la competencia de los Tribunales de este lugar. Es el punto de conexión posiblemente más concreto que vincula el litigio con la autoridad competente puesto que todos los elementos necesarios del caso están en este territorio- las partes han celebrado un contrato sobre adquisición de valores negociables cuya circulación está permitida en dicho territorio. Desde este punto de vista, si la orden de adquisición se ha realizado en la Bolsa de Madrid, Barcelona, Valencia o Bilbao, éste será el lugar de la prestación de los servicios o, el lugar de la ejecución de la obligación que sirve se base de la demanda. Consecuentemente, la competencia para resolver el litigio, surgido por incumplimiento de la obligación contractual del intermediario, la tendrán los Tribunales españoles.

El lugar en el que opera el broker es el mercado en el que surte efecto su actividad. Las operaciones realizadas en Bolsa son actividades

financieras reguladas, es decir, se realizan respetando las normas aplicables de cada mercado de capitales. La transacción no se puede realizar, o si se efectúa, se considera nula, sin el previo registro. Las compañías que ofrecen sus valores han de estar registradas, igual que las empresas que ofrecen servicios de inversión. Por otro lado, queda obligatoriamente constancia detallada y completa de la operación realizada. Tal constancia incluye los nombres de las partes, los valores adquiridos, el precio pagado, la hora en la que se realiza la operación, etc., y toda la información relevante, prevista en la normativa que rige el mercado en cuestión³⁸⁵. Este mismo mercado es el lugar en el que el intermediario ha de realizar la prestación de servicios.

En una relación contractual la obligación de cumplimiento vincula a ambas partes. En los contratos relacionados con la adquisición de valores, como se acaba de ver, la obligación del intermediario es adquirir los valores requeridos por el cliente y gestionar los cambios en las cuantías de anotación. La obligación del inversor es pagar el precio de adquisición. En el caso en el que el cliente no cumpla su obligación la competencia para resolver la controversia la tendrán los Tribunales del lugar en el que el inversor debía haber efectuado el pago. Dicho lugar puede fijarse en una cláusula en el contrato³⁸⁶. Las partes son libres, si lo permite la ley que regula la validez del contrato, determinar todas las condiciones de su relación. En este sentido, disponen de libertad para elegir la forma de pago, la divisa en la que el inversor ha de liquidar su obligación, y el lugar en el que se debe efectuar el pago. En tal caso, la competencia para resolver la controversia la tendrán los Tribunales del lugar determinado en el contrato, tanto si el inversor no ha cumplido su obligación, como, si ha pagado parcialmente.

En el caso de pago parcial de la suma acordada, hay un detalle específico en la aplicación del art. 5.1 que las partes han de tomar en consideración. El punto elegido en el contrato como lugar de

³⁸⁵ Art. 7 del *Acuerdo multilateral de entendimiento...*

³⁸⁶ Asunto 106/95, apartado 30

cumplimiento de la obligación ha de corresponder con el lugar real en el que se ha efectuado el pago. Es decir, el inversor ha de efectuar el pago en el lugar fijado en la cláusula especial en el pacto de adquisición de valores. En su jurisprudencia el TJCE ha considerado la contrariedad de ambos sitios como abusiva. En caso de falta de tal concordancia, la cláusula de elección del lugar será nula porque su única finalidad es privar de competencia los Tribunales competentes de acuerdo con la correcta aplicación del art. 5.1 y atribuir competencia a un órgano jurisdiccional que no tiene vinculación ninguna con las partes y/o con los hechos del contrato³⁸⁷.

4. ADQUISICIÓN DE ACCIONES A TRAVÉS DE UNA SUCURSAL, AGENCIA O ESTABLECIMIENTO

El intermediario, cuyos servicios el inversor contrata, puede ser tanto la sociedad matriz, como una sucursal de ésta. Por ejemplo, un inversor belga que quiere adquirir acciones de una empresa norteamericana, que cotiza o no en una bolsa española, celebra un contrato de servicios de inversión con la sucursal española de una empresa francesa. En caso de incumplimiento contractual por parte del profesional, el inversor puede presentar la demanda, tal y como establece el art. 5.5 R 44/2001 ante los tribunales del Estado en el que se encuentra establecida dicha sucursal³⁸⁸. Consecuentemente, los tribunales españoles disponen de competencia judicial internacional

³⁸⁷ Apartado 30, Asunto 106/95: apartado 30, *Además, el Tribunal de Justicia ha mantenido igualmente que el lugar de cumplimiento de una obligación contractual puede fijarse también mediante acuerdo entre las partes y que, si la Ley aplicable permite a las partes contratantes, con sujeción a los requisitos por ella establecidos, designar el lugar de cumplimiento de una obligación sin imponer ningún requisito especial de forma, el acuerdo sobre el lugar de cumplimiento de la obligación basta para vincular al mismo lugar la competencia judicial en el sentido del número 1 del artículo 5 del Convenio (sentencia de 17 de enero de 1980, Zelger, 56/79, Rec. p. 89, apartado 5)* En el mismo contexto, Asunto 288/92

³⁸⁸ ALLWOOD, Wendy: Article 5(5): Meaning of "Branch, Agency or Other Establishment", *ELR*, 1988 p.213-216; ALVAREZ RODRÍGUEZ, Aurelia: El lugar de situación de las sucursales, agencias o cualesquiera otros establecimientos como criterio determinante de la competencia judicial internacional, *La Ley - Comunidades Europeas*, 1988 n° 1 p.89-100; O'BRIEN, John/ SMITH, Raymond, *Conflict of laws*, 1999, Cavendish Publishing, p. 240;

cuando la agencia con la que contrata el inversor belga, tiene su establecimiento en territorio español.

La operatividad del precepto no se ve condicionada por la cualidad con la que actúa el inversor en el momento de la celebración del contrato. El tribunal español puede basar su competencia judicial internacional en el art. 5.5 R 44/2001 tanto si el inversor es profesional y como si es consumidor. Tal conclusión encuentra su base legal en el art. 15 R 44/2001 que dispone que la protección especial en materia de consumidores prevista en la Sección IV se aplica si perjuicio de lo dispuesto en el art. 4 y en el art. 5.5 del Reglamento.

La norma en cuestión no determina que se ha de entender por sucursal, agencia o establecimiento. En el caso *Somafer* el TJCE declara que tal concepto se determina de forma distinta en los ordenamientos jurídicos de los Estados Miembros, hecho que justificaría el empleo de una interpretación autónoma con el fin de conseguir una aplicación uniforme en todo el territorio de la Comunidad Europea³⁸⁹. En su sentencia de 9 de diciembre de 1987, *SAR Schotte GmbH contra Parfums Rothschild SARL*, asunto C- 218/86, el Tribunal interpreta el art. 5.5 R 44/2001 y determina su alcance, al establecer que dicha norma se aplica sólo en los casos cuando la entidad contra la que se presenta la demanda, no opera de forma independiente³⁹⁰. El foro previsto en el art. 5.5 R 44/2001 se limita a los litigios derivados de la explotación de una sucursal, agencia o establecimiento. El TJCE en el asunto *Somafer*, al determinar el alcance de la norma, sostiene que la noción comprende los litigios derivados de la gestión del establecimiento, en cuyo grupo se incluyen los conflictos relacionados con el arrendamiento del edificio en el que la sucursal desarrolla su actividad y la contratación de personal laboral³⁹¹. Por otro lado, incluye los supuestos en los que la controversia surge de la relación, *contractual* o *extracontractual*, que la

³⁸⁹ Sentencia del Tribunal de Justicia de 22 de noviembre de 1978, *Somafer SA contra Saar-Ferngas AG.*, asunto C-33/78, Recopilación de Jurisprudencia 1978, p. 637

³⁹⁰ Sentencia del Tribunal de Justicia de 9 de diciembre de 1987, *SAR Schotte GmbH contra Parfums Rothschild SARL*, asunto C-218/86, Recopilación de Jurisprudencia 1987 p. 4905; DEL RÍO PASCUAL, Amparo, "Noción de sucursal, agencia o cualesquiera otro establecimiento en el artículo 5.5 del Convenio de Bruselas de 27 de septiembre de 1968", *NUE*, N° 49, 1989, pp. 135-138

³⁹¹ Asunto *Somafer SA contra Saar-Ferngas AG.*, p. 637

sucursal establece con terceros en el tráfico comercial³⁹². En este sentido, el inversor, en el ejemplo concreto, puede buscar protección de los tribunales españoles cuando la sucursal de la compañía no ha cumplido su obligación contractual. Al mismo tiempo, dispondrá de legitimación activa si el daño se deriva del comportamiento de la sucursal o agencia de la empresa matriz establecida en España. Este sería, por ejemplo, el caso en el que el cliente realiza una mala inversión siguiendo los consejos inapropiados que el personal de la agencia le haya dado.

El concepto de sucursal, agencia o establecimiento implica la existencia de “un centro de operaciones, que se manifiesta de forma duradera como la prolongación de una casa madre, provisto de una dirección y materialmente equipado de forma que pueda negociar con terceros, de tal manera que éstos, al mismo tiempo que saben que se establecerá una eventual relación de derecho con la casa madre cuyo domicilio social está en el extranjero, están dispensados de dirigirse directamente a la misma y pueden celebrar negocios en el centro de operaciones que constituye su prolongación”³⁹³. La determinación de la noción así formulada en el apartado 10 del asunto *Somafer* exige la presencia de dos elementos esenciales. En primer lugar, la entidad ha de operar en el mercado con una cierta autonomía. Para poder aplicar la disposición del art. 5.5 R 44/2001, es necesario que la empresa de servicios de inversión tenga un centro de operaciones, establecido de forma duradera en un Estado Miembro, desde el que realiza su actividad empresarial e opera en el mercado.

La segunda condición para aplicar el art. 5.5 R 44/2001 es que exista una relación de dependencia y subordinación entre la sucursal o agencia y la compañía matriz de servicios de inversión³⁹⁴. Esta última debe dirigir el comportamiento de la sucursal y ejercer un control sobre su actividad. La dependencia se precisa, tomando en consideración

³⁹² VIRGÓS SORIANO, Miguel, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., pp. 138

³⁹³ Sentencia TJCE, *Somafer SA contra Saar-Ferngas AG.*, asunto C-33/78

³⁹⁴ VIRGÓS SORIANO, Miguel, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., pp. 137

elementos objetivos en la relación entre la matriz y la sucursal. Existe una relación de dependencia cuando la sucursal no dispone de libertad para decidir su política mercantil y la empresa principal rige su comportamiento tanto en relación con los clientes, como con los competidores. Por lo tanto, el inversor, que no sea un consumidor, no puede acogerse a las ventajas que ofrece el art. 5.5 y presentar la demanda en España, si la sucursal de la empresa principal de servicios de inversión tiene personalidad jurídica propia y desarrolla actividades mercantiles de forma independiente. La posibilidad de actuar con independencia es el elemento clave que determina la aplicación o no del art. 5.5 R44/2001³⁹⁵.

No obstante, en la apreciación del control y el nivel de dirección que la matriz ejerce sobre la sucursal se debe valorar la relación desde el punto de vista del cliente. Es imprescindible que los inversores puedan identificar con facilidad el establecimiento con el que contratan como una promulgación real de la compañía matriz, establecida legalmente en otro Estado Miembro. El contratante, sobre la base del comportamiento de ambas entes económicos, puede demandar la empresa principal de servicios de inversión por la actividad que ha realizado su sucursal. Su actitud comercial ante terceros determina la aplicación del art. 5.5 R44/2001³⁹⁶. Es relevante el hecho de que los inversores que contratan con la sucursal de la empresa de servicios financieros confían en la apariencia que la entidad con la que establecen una relación contractual actúa como promulgación de la empresa principal³⁹⁷. El Tribunal de Luxemburgo afirma que la

³⁹⁵ Sentencia del TJCE de 18 de marzo de 1981, en el asunto C-139/80, *Blanckaert & Willems PVBA contra Luise Trost*, Recopilación de jurisprudencia 1981, edición especial española, pp. 137 En su sentencia de 18 de marzo de 1981, en el asunto C-139/80, *Blanckaert & Willems PVBA contra Luise Trost*, en Tribunal de Justicia subraya en el apartado 13 que “un agente comercial (intermediario) independiente, en sentido que es, en virtud de su estatus legal, libre de organizar en lo esencial sus actividades y de determinar el tiempo de trabajo que dedica a una empresa que ha aceptado a representar, a quien la compañía que representa no puede prohibir que represente al mismo tiempo varias empresas concurrentes del mismo sector de producción o de comercialización y que, por otro lado, se limita a transmitir las comandas a la matriz, sin que participe en su regulación y a su ejecución, no reúne las características de una sucursal, agencia u otro establecimiento en el sentido del art. 5.5 de la Convención”

³⁹⁶ VIRGÓS SORIANO, Miguel, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., pp. 137

³⁹⁷ Sentencia *Schotte contra Parfums Rothschild*, párrafo 15

aplicación de la disposición se determina “en función de la manera cómo estas dos empresas se comportan en la vida social y se presentan con respecto a terceros e su relación comercial”³⁹⁸. La creencia del inversor que contrata con la empresa matriz de servicios de inversión a través de su representante constituye un elemento factible que activa la operatividad de la norma comunitaria. La relación jurídica que existe entre ambas empresas se aprecia, pero no es el criterio con mayor fuerza jurídica que determina la aplicación del art. 5.5 R 44/2001. Así se desprende de la sentencia *Schotte* en la que el Tribunal califica como relación de representación el nexo que existe entre dos sociedades que llevan el mismo nombre y disponen de una dirección común y una de las empresas, sin ser sucursal de la otra, celebra contratos por cuenta de la misma y actúa en el tráfico mercantil como promulgación de ésta. En tal caso, a pesar de que no existe una vinculación jurídica de dependencia entre ambas entidades, el hecho de que demuestran a los terceros, a través de su comportamiento económico, una relación de subordinación, justifica la aplicación del art. 5.5 R44/2001. El enfoque tan restrictivo que da el TJCE está destinado a proteger de manera más amplia posible los intereses de todas las partes en el tráfico mercantil, tanto los intereses de los operadores y sus clientes, como del mismo mercado. Por eso, la estructura jurídica de la relación entre las compañías no es decisiva. La actitud de estas empresas ante sus clientes y los competidores, la imagen que crean en sus relaciones comerciales, es la clave que determina la valoración jurídica que harán los tribunales a la hora de decidir sobre los litigios que derivan de su actividad comercial. Así que, el comportamiento mercantil de una compañía permite al inversor demandar a la empresa con la que contrata ante los tribunales del lugar en el que ésta tiene su sede, indistintamente de si dicha entidad opera en el mercado de forma independiente o por cuenta de otra compañía, siempre y cuando el inversor cree que la primera actúa bajo de dirección de la segunda.

³⁹⁸ Sentencia *Schotte* contra *Parfums Rothschild*, párrafo 16

El art. 5.5 R 44/2001 opera con independencia de la naturaleza de la relación, objeto del litigio, contractual o extracontractual, y tampoco se limita territorialmente. En cuanto a las relaciones contractuales, la norma comunitaria no exige que la obligación cuyo cumplimiento el inversor reclama, se deba realizar en el territorio del Estado Miembro en el que se encuentra establecida la sucursal cuyos servicios financieros el cliente contrata³⁹⁹. El art. 5.5 Convenio no exige de ningún modo que la obligación contractual ha de ser cumplida en el Estado Miembro en el que está establecida la sucursal. La interpretación estricta de la disposición obliga al inversor a presentar la demanda ante los tribunales del lugar en el que el intermediario debe cumplir la obligación que sirve de base de la demanda. Tal enfoque restringe indebidamente el alcance del art. 5.5 e, incluso, puede invalidar su aplicación, puesto que repite el supuesto previsto en el art. 5.1 y “en este supuesto, crearía un segundo criterio de competencia especial cuando, dentro del Estado contratante de la sucursal, el lugar de cumplimiento de la obligación controvertida estuviese en una demarcación judicial distinta de la que corresponda a la sucursal”⁴⁰⁰. La sucursal o la agencia cuyos servicios financieros contrata el inversor, a pesar de guardar una relación de dependencia con la matriz, puede celebrar contratos de forma individual o, incluso exclusiva y actuar como parte principal. Al mismo tiempo, el art. 5.5 no establece como condición de su aplicabilidad que exista una relación estrecha entre el

³⁹⁹ Sentencia del TJCE *Lloyd's Register of Shipping contra Société Campenon Bernard*, asunto C-439/93, Recopilación de Jurisprudencia 1995 página I-961, En el asunto en cuestión la *Cour de cassation* francés plantea una cuestión prejudicial sobre la interpretación del art. 5.5 Convenio de Bruselas en el marco de un litigio surgido entre a sociedad francesa *Campenon Bernard*, con domicilio social en Clichy (Francia), y *Lloyd's Register of Shipping*), charity inglesa (asociación sin fines de lucro) con sede en Londres, acerca de la ejecución correcta de una operación de control de barras de acero para hormigón que se debían utilizar en la construcción de una autopista en Kuwait. La empresa *Campenon Bernard* contacta con la sucursal francesa de la compañía *Lloyd's Register* con el fin de contratar la entidad británica para verificar la conformidad de dichas barras con la norma técnica americana incorporada por el Ministerio de Obras Públicas de Kuwait en relación con la expedición de un certificado de conformidad. Se pacta que el control se debe realizar en España por la sucursal de la sucursal de *Lloyd's Register* en este Estado, por lo que el pago se efectúa en pesetas. La sucursal española emite el certificado pero el Ministerio de Obras Públicas no acepta as barras de acero para hormigón por no ser conformes a la norma técnica americana. A raíz de este hecho la empresa *Campenon Bernard* presenta una demanda ante los tribunales franceses contra la sucursal francesa de *Lloyd's Register* reclamando daños y perjuicios por haber especificado en el certificado erróneamente que el acero era conforme con la norma técnica americana.

⁴⁰⁰ Sentencia Tribunal de Justicia, *Lloyd's Register of Shipping contra Société Campenon Bernard*, asunto C-439/93, apartado 17

lugar de establecimiento de la sucursal y el lugar en el que se debe cumplir la obligación. Por lo tanto, dicha norma se aplica incluso en los casos en los que el intermediario ha de cumplir la obligación en un Estado diferente del país en cuyo territorio se encuentra establecida la sucursal o la agencia. Consecuentemente, el art. 5.5 permite que el inversor entable la acción procesal ante los tribunales del Estado Miembro en el que se haya establecida la sucursal independientemente de que la obligación contractual se haya de cumplir en otro Estado Miembro. De acuerdo con este supuesto, los tribunales españoles tendrían competencia judicial internacional cuando el inversor, que actúa como parte demandante, celebra el contrato para la adquisición, administración y/o la custodia de participaciones societarias con la sucursal o la agencia, establecida en España, a pesar de que dicha adquisición se ha de realizar en el mercado de un tercer Estado.

La interpretación que el Tribunal de Justicia hace en el marco de una relación contractual, se puede aplicar por analogía a los litigios que surgen de un daño extracontractual. Por lo tanto, el inversor puede demandar ante los tribunales españoles si la sucursal o agencia actúa de acuerdo con las directrices de política mercantil que establece la matriz, pero que ha sido precisamente su actitud comercial la que ha provocado un daño directo sobre el patrimonio del inversor. Sin embargo, para activar el supuesto del art. 5.5 R 44/2001 no resulta imprescindible que el daño que impulsa el cliente a reclamar, haya ocurrido en el mismo Estado en el que se sitúa la agencia que proporciona los servicios de inversión.

Condición procesal necesaria para tener legitimación pasiva en un juicio, no obstante, es que la sucursal debe ser operativa en el momento de la presentación de la demanda⁴⁰¹. Tal requisito se percibe de la interpretación que hace el TJCE en su jurisprudencia al determinar el concepto de sucursal, agencia o establecimiento. El Tribunal de Luxemburgo requiere que el establecimiento secundario

⁴⁰¹ VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., pp. 139

debe existir como un centro de actividad comercial real que opera de forma duradera que celebra contratos con terceros de acuerdo con la política mercantil de la matriz. La valoración de la operatividad de la sucursal se hace en cada caso concreto por el tribunal competente⁴⁰².

5. RESPONSABILIDAD DERIVADA DE UN PERJUICIO EXTRA CONTRACTUAL

Hay situaciones en las que la transacción de valores se puede ver perjudicada por factores ajenos a la relación contractual. En estos casos la competencia judicial internacional de los tribunales españoles se establece de acuerdo con las disposiciones del art. 5.3 del Reglamento 44/2001⁴⁰³. La norma en cuestión establece un foro especial de competencia judicial- el *forum delicti commissi* que permite al demandante presentar la demanda en el lugar en el que se ha producido el hecho dañoso. Regula, al mismo tiempo, la competencia internacional y la territorial en materia delictual y cuasi delictual⁴⁰⁴. El legislador comunitario no define que se ha de entender por “daños en

⁴⁰² Sentencia del Tribunal de Justicia, asunto C-33/78, apartado 13 *in fine*: *qu'il appartient dans chaque cas a la juridiction saisie de relever les indices qui permettent de constater l'existence d'un centre effectif d'opérations et de qualifier le rapport de droit litigieux par rapport a la notion ' d'exploitation ' , telle qu'interprétée ci-dessus*

⁴⁰³ ABARCA JUNCO, Paloma., "Competencia judicial internacional en materia de difamación por artículos de prensa", *GJCEC*, 1996, pp. 5-14; AMORES CONRADI, Miguel Ángel, "Obligaciones extracontractuales", en *VV.AA, Derecho Internacional Privado*. Parte Especial, Madrid 1995, pp. 209-240; BLANCO-MORALES Y LIMONES, Pilar "Artículo 5", en CALVO CARAVACA, Alfonso Luis, *Comentarios al convenio de Bruselas...cit.*, 119 y sigs.; CAVANILLAS MÚGICA, Santiago, *La concurrencia de responsabilidad contractual y extracontractual: tratamiento sustantivo y procesal*; Madrid: Centro de Estudios Ramón Areces, DL 1992; FACH GÓMEZ, Katia., *La contaminación transfronteriza en Derecho Internacional Privado: Estudio de Derecho aplicable*, Barcelona 2002; FACH GÓMEZ, Katia, "Respuestas jurídicas a la contaminación transfronteriza: iniciativas comunitarias" http://ec.europa.eu/justice_home/news/consulting_public/rome_ii/katia_fach_gomez_es.pdf; FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/ SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado*, cit., pp. 491 y sigs. TIRADO ROBLES, Carmen, *La competencia judicial...*, cit., pp. 51 y sigs.; FONT I SEGURA, Albert, "La disociación y los daños indirectos en la aplicación del artículo 5.3 del Convenio de 1968 de Bruselas", *NUE*, Nº 66, 1990, pp. 131-136; NEWTON, Justin, *The Uniform interpretation of the Brussels and Lugano Conventions*, Oxford [etc.]: Hart, 2002; PALAO MORENO, Guillermo, "La aplicación de la regla *forum delicti commissi* (el art. 5.3 del Convenio de Bruselas de 1968) en supuestos de difamación por medio de prensa" en *NUE*, Nº 141, 1996, pp. 75-82; REQUEJO ISIDRO, Marta "Incertidumbres sobre la materia delictual en el Convenio de Bruselas de 27 de septiembre de 1968: método de delimitación y determinación del tribunal competente", *La Ley*, Nº 5709, Año XXIII, 31 Ene. 2003, Ref. D-27

⁴⁰⁴ Es un foro de atribución de competencia judicial establecido en las legislaciones de todos los Estados Miembros. Su inclusión en el Convenio de Bruselas y posteriormente en el Reglamento 44/2001 se debe al gran número de accidentes de tráfico.

materia de delitos y cuasi delitos”. El TJCE declara que el art. 5.3 permite a la parte afectada buscar protección de sus derechos tanto ante el Tribunal del lugar en el que se origina el hecho dañoso, como ante los órganos jurisdiccionales del lugar en el que tal daño produce efectos⁴⁰⁵. La atribución de competencia de Tribunales de diferentes Estados Miembros se justifica con la existencia de conexión objetiva y directa entre el tribunal y el lugar de producción o el de manifestación del daño⁴⁰⁶. Ambos lugares presentan vínculos significativos, en cuanto a la prueba y la organización del proceso, que atribuyen competencia a los Tribunales en ambos sitios para resolver la controversia. La preferencia del lugar en el que se origina el hecho dañoso restringe innecesariamente el foro de ataque y lo limitaría al foro del domicilio del demandado⁴⁰⁷. La solución prevista en el Reglamento 44/2001 / Convenio de Bruselas, sin embargo, ha dado lugar a críticas por una parte de la doctrina que argumenta que la posibilidad de elección que se le da al demandante en este caso se contradice con los objetivos del Convenio de Bruselas y posteriormente, con los del Reglamento a evitar la acumulación de jurisdicciones⁴⁰⁸.

En su jurisprudencia posterior, el Tribunal de Justicia hace una precisión más detallada sobre el foro del lugar en el que se manifiesta el daño. En la Sentencia *Kalfelis/Schröder* el TJCE declara que de este foro se pueden beneficiar sola y únicamente las víctimas directas y no las indirectas⁴⁰⁹. El caso enfrenta, por un lado, al Sr. Kalfelis, de nacionalidad griega y, por otro, al Banco Schröder con sede en Frankfurt del Main y una sucursal en Luxemburgo, con la que el demandante había realizado transacciones bursátiles al contado y a

⁴⁰⁵ Sentencia TJCE 30 noviembre de 1976. Caso *Handelskwekerij GJ Bier BV contra Mines de Potasse d'Alsace SA*, asunto C-21/76, Recopilación de jurisprudencia 1976, pp. 1735-1758. La demanda se presenta por una compañía holandesa contra una sociedad francesa, *Mines de Potasse d'Alsace*, a la que se exige responsabilidad por los daños causados por los residuos que volcaba en el río Rhin desde su fábrica en Francia. El hecho causal se produce en Francia pero el daño se materializa en los Países Bajos.

⁴⁰⁶ Apartado 15

⁴⁰⁷ Apartados 20, FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos; SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado*, pp. 498

⁴⁰⁸ TIRADO ROBLES, Carmen, *La competencia judicial...*, cit., pp. 52

⁴⁰⁹ Sentencia del TJCE de 27 de septiembre de 1988. – *Athanasios Kalfelis contra Banco Schroeder, Muenchmeyer, Hengst & co. y otros*, Asunto C-189/87

plazo sobre plata a través de su intermediario, Sr. Ernst Markgraf, el último demandado. Las operaciones relativas a la plata no tuvieron éxito y el Sr. Kalfelis perdió toda la inversión. El inversor afectado alega incumplimiento por parte de los demandados de la obligación de información y que el comportamiento de éstos últimos, contrario a los buenos costumbres, le ha causado la pérdida total del capital invertido. Fundamenta su demanda en el enriquecimiento sin causa de los demandados y requiere la devolución de la suma invertida.

El Tribunal de Luxemburgo aprovecha la ocasión, respondiendo a la pregunta prejudicial, para definir el concepto de “delito” previsto en el art.5.3. Declara el TJCE que se trata de una noción propia del CB/Reglamento 44/2001 que no puede interpretarse como una simple remisión al Derecho interno. Por “materia delictual o cuasi delictual” se ha de entender toda demanda que exige responsabilidad por los actos del demandado que no se derivan de una relación contractual. Es decir, toda responsabilidad distinta de la contractual, se considera extracontractual, para los efectos del art. 5.3. Por lo tanto, si en el contrato de servicios de inversión no se prevé la obligación del proveedor del servicio a proporcionar toda la información necesaria y relevante, relacionada con la transacción, la competencia judicial internacional se determinará de acuerdo con el art. 5.3 del Reglamento 44/2001. La regla que establece el artículo 5.3 R 44/2001 se basa en la existencia de una conexión particularmente estrecha entre la controversia y los tribunales de un lugar que no sea el del domicilio del demandado, que justifique una atribución de competencia a dichos tribunales por razones de buena administración de la justicia y de sustanciación adecuada del proceso⁴¹⁰.

De acuerdo con el art. 5.3, la competencia la tienen los órganos jurisdiccionales del lugar en el que se origina el hecho dañoso o los tribunales del lugar en el que tal perjuicio sobre el patrimonio del

⁴¹⁰ Sentencia del TJCE de 30 de noviembre de 1976, *Handelskwekerij GJ Bier BV* contra *Mines de Potasse d'Alsace SA*, asunto C-21/76, apartado 11; Sentencia del TJCE de 1 de octubre de 2002. - *Verein für Konsumenteninformation* contra *Karl Heinz Henkel*, Asunto C-167/00, Recopilación de jurisprudencia p. I-8111, apartado 46

afectado se manifiesta⁴¹¹. En relación con la primera posibilidad del demandado se ha de determinar el hecho causal. En las operaciones de adquisición de valores cuando se trata de un daño no contractual, el lugar del acontecimiento causal sería el lugar desde que opera la empresa de servicios de inversión.

La segunda posibilidad que tiene el inversor es presentar la demanda en el lugar en el que se ha producido el daño. En las operaciones de adquisición de valores esta resulta ser una pregunta de particular relevancia que puede presentar ciertas dificultades a la hora de determinar dicho lugar. Para poder resolverlo, se ha de delimitar el alcance del daño. En relación con el tema en cuestión el TJCE ha tenido la oportunidad de hacer unas precisiones que ayudan determinar el lugar concreto de la manifestación del hecho dañoso en la Sentencia *Rudolf Kronhofer contra Marianne Maier*⁴¹².

El Tribunal de Justicia, en el análisis del asunto vuelve a recordar que la interpretación de las competencias especiales ha de realizarse de manera estricta y no ha de exceder más allá de los supuestos expresamente previstos, englobando todos los lugares en los que se

⁴¹¹ Sentencia del TACE de 30 de noviembre de 1976, *Handelskwekerij GJ Bier BV* contra *Mines de Potasse d'Alsace SA*, asunto C-21/76, apartados 24 y 25; Sentencia del TACE de 5 de febrero de 2004, *Danmarks Rederiforening, que actúa en nombre de DFDS Torline A/S*, contra *LO Landsorganisationen i Sverige, que actúa en nombre de SEKO Sjöfolk Facket för Service och Kommunikation*, Asunto C-18/02, apartado 40; Sentencia del TJCE de 10 de junio de 2004, *Rudolf Kronhofer contra Marianne Maier y otros* Asunto C-168/02, Recopilación de Jurisprudencia 2004 página I-6009, apartado 17

⁴¹² Sentencia del TJCE de 10 de junio de 2004, *Rudolf Kronhofer contra Marianne Maier y otros* Asunto C-168/02, Recopilación de Jurisprudencia 2004 página I-6009 El Sr. Rudolf Kronhofer, domiciliado en Austria, presenta una demanda ante el tribunal austriaco contra varias personas domiciliadas en Alemania, en su condición de administradores o asesores de inversión de la sociedad de gestión de patrimonio Protectas Vermögensverwaltungs GMBH, cuya sede social se encuentra en Alemania, en relación con un contrato sobre opciones de compra de acciones. En la demanda el afectado declara haber perdido una parte del capital invertido por falta de información suficiente y pertinente acerca de los riesgos que conlleva la operación. El demandante basa la competencia de los Tribunales en el art. 5.3 puesto que la pérdida de la inversión ha afectado a todo su patrimonio, que se sitúa en el lugar de su domicilio-Austria. Llegado el asunto ante el Oberster Gerichtshof, el Tribunal reconoce el carácter extracontractual de la relación, objeto del litigio, y examina su propia competencia sobre del concepto de "lugar donde se hubiere producido el hecho dañoso" establecido en el art. 5.3 CB/Reglamento 44/2001. El órgano judicial alemán estima que la pérdida sufrida por el demandante "afecta simultáneamente y al igual grado al conjunto de su patrimonio, por lo que se trata de perjuicios idénticos y simultáneos, y no de perjuicios secundarios o derivados" (Conclusiones del Abogado General Sr. Philippe Léger, Asunto C-168/02, apartado 17.) Sobre la base de estos fundamentos el Tribunal alemán pregunta al TJCE si en el caso concreto el lugar en el que se manifiesta del daño se puede considerar el lugar en el que se encuentra su patrimonio.

materializan las consecuencias de un daño⁴¹³. El objetivo de las disposiciones del art. 5 Reglamento 44/2001 es atribuir competencia a los tribunales que presentan conexión más estrecha con el litigio y, para el propósito del art. 5.3. R 44/2001, estos tribunales son, o bien, los del lugar en el que surge el hecho dañoso, o bien, del lugar en el que se produce⁴¹⁴. El caso concreto presenta una particularidad en cuanto al hecho que el perjuicio, sufrido por la pérdida de una parte de la inversión, ha reflejado negativamente sobre el patrimonio del demandante. La influencia negativa sobre la riqueza de la parte actora, según el TJCE, es un elemento irrelevante. La relación entre la pérdida parcial del capital invertido y la disminución del patrimonio es una relación, sin duda, causal, pero no deja de ser *derivada* a los efectos de la determinación de la competencia judicial internacional. El hecho dañoso ha afectado de forma *directa* el capital que el cliente trasfiere en la cuanta bancaria gestionada por la empresa de servicios de inversión para los fines de las transacciones pactadas. Por lo tanto, respetando la delimitación del alcance del art. 5.3 en sentido de que el “lugar en el que se materializa el hecho dañoso”, se refiere sola y únicamente al lugar en el que se ha producido los daños *directos*. Por lo tanto, en los contratos de transacción de valores la competencia la tendrán los Tribunales de lugar en el que se encuentra la cuenta bancaria de inversión en la que el inversor deposita el capital con el que la empresa de servicios de inversión opera. Consecuentemente, los tribunales austriacos tendrían jurisdicción sólo si la cuenta que financiaba la operación se encontraba en territorio austriaco. En el caso en cuestión todos los elementos objetivos se encontraban en Alemania. Por un lado, allí está el lugar desde el que se realizó la llamada telefónica, que será el lugar en el que se produce el hecho dañoso. Por otro, la cuenta bancaria de la que se financiaba la operación y a la que se contabilizan las

⁴¹³ Asunto *Rudolf Kronhofer contra Marianne Maier y otros* Asunto C-168/02, apartado 14, asimismo sentencia de 27 de septiembre de 1988, *Kalfelis*, C-189/87, apartado 19, y sentencia de 15 de enero de 2004, *Freistaat Bayern contra Jan Blijdenstein*, asunto C-433/01, apartado 25

⁴¹⁴ Asunto *Rudolf Kronhofer contra Marianne Maier y otros* Asunto C-168/02, apartado 15; caso *Mines de Potasse d'Alsace*, apartado 11; Asunto *Henkel*, C-167/00, apartado 46

pérdidas, también⁴¹⁵. Por lo tanto, la interpretación restringida del término “lugar de materialización del daño” se aplica con toda su fuerza a las relaciones extracontractuales de transacción de valores a pesar de la particularidad de este tipo de tratos. Para resolver las controversias de carácter extracontractual en las relaciones que implican transacción de valores, serán competentes los tribunales del lugar en el que, o bien, se ha creado el hecho dañoso, o bien, en el lugar en el que se ha producido el daño directo sobre el capital que el inversor proporciona para en la realización de la transacción. Las consecuencias negativas sobre el patrimonio del cliente, aunque presenten una conexión con la pérdida, no tienen relevancia a la hora de determinar la competencia judicial internacional.

Estos criterios se aplican a todas las relaciones que implican transacción de instrumentos financieros independientemente del medio que se ha empleado para establecer la relación. En el caso que ocupa la atención del TJCE la oferta se realizó a través de una conversación telefónica. Así que, el lugar desde el que se efectúa la llamada se considera el lugar en el que se produce el acontecimiento causal, hecho que en el supuesto concreto, no resulto difícil comprobar. El medio con el que se realiza el acto relevante siempre está relacionado con un lugar geográfico determinable⁴¹⁶. La localización de una llamada telefónica o del lugar desde el que se envía un fax, en un principio, no presenta dificultades significativas. Sin embargo, el sitio desde el que se efectúa una oferta por Internet, como lugar de la realización del hecho dañoso, puede ser particularmente difícil de determinar. Se sostiene en la doctrina que el lugar de realización del acto es aquel en el que se crea el contenido del mensaje, es decir, el punto en el que se envía el correo electrónico⁴¹⁷. El lugar en el que se sitúa el servidor en el que se encuentra la página web, sin embargo, no se considera un elemento

⁴¹⁵ Conclusiones del Abogado General, apartado 13

⁴¹⁶ BOELE-WOELKI, Katharina/ KESSEDJIAN, Catherine/PELICHET, Michel, *Internet: Which court decides? Which law applies?* La Haya [etc.]: Kluwer Law International, 1998; LARA AGUADO, Ángeles *La contratación transfronteriza...*, cit., p. 113;

⁴¹⁷ LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, cit., pp. 113 y sigs.

relevante⁴¹⁸. La parte interesada puede colocar el servidor en un Estado determinado dependiendo de la normativa que aplicaría sus órganos judiciales. Si la normativa interna y la práctica de los Tribunales nacionales ofrecen un régimen más permisivo, al actor le interesa vincular su actividad con este orden jurídico. La posibilidad de manipulación hace inapropiada la aplicación de este criterio para determinar el foro competente.

Por otro lado, el lugar desde el que se carga el mensaje en Internet puede ser un sitio fortuito, un punto en el que se encuentra el representante de la entidad, que no tiene relación directa con el establecimiento de la empresa de inversión. Por otro lado, el lugar desde el que se ha realizado este acto también presenta un relativo nivel de objetividad en relación con el acto dañoso, el autor y un tribunal competentes. La posibilidad de viajar con un ordenador portátil y enviar mensajes desde territorios nacionales que tienen una legislación más permisiva, el permite al operador elegir estratégicamente el punto desde el que desarrollar su actividad.

Por otro lado, sería completamente inapropiado determinar el lugar de la creación del acontecimiento daños utilizando como criterio el lugar del domicilio del intermediario. La posibilidad de los operadores en el mercado financiero de elegir el Estado en el que quieren establecerse y los diferentes modelos nacionales que establecen las condiciones jurídicas de validez de los operadores financieros y el reconocimiento de las empresas de inversión extranjeras exigen la aplicación de criterios distintos. Para los Estados que emplean la teoría de la incorporación (Estados Unidos, Reino Unido, Suiza), se ha de aplicar la ley del país en el que está registrada la compañía de servicios de inversión y la competencia judicial internacional pertenece a los tribunales de este Estado. Por otro lado, para los Estados que emplean el modelo de la sede real, la jurisdicción pertenece al Tribunal del lugar en el que se encuentra la administración central de la empresa de servicios de inversión. Consecuentemente, la existencia de modelos

⁴¹⁸ MIGUEL ASENSIO, Pedro de, *Derecho privado de Internet*, Madrid: Civitas, 2002, 3ª ed., p.159

diferentes lleva a la aplicación de criterios distintos de determinación del Tribunal competente, a un posible *forum shopping* y crea inseguridad jurídica en el tráfico financiero. La única secuela de tal bifurcación es aumentar el precio de las transacciones de valores y fomentar la especulación en los mercados de capitales. Además, aplicar este criterio significa invalidar por completo la finalidad del primer supuesto del art. 5.3 por coincidir con el domicilio del demandado, hecho, completamente contrario a los objetivos del Reglamento 44/2001⁴¹⁹.

En las relaciones extracontractuales, en relación con los contratos de tenencia y transfer de valores negociables, celebrados por Internet, el criterio del lugar en el que se realiza el acto dañoso está más estrechamente relacionado con el sitio desde el que la empresa de servicios de inversión realiza su actividad. Es verdad que las compañías pueden elegir un lugar concreto cuyos tribunales aplicarían una normativa más permisiva que se adapta a sus intereses. Sin embargo, es un lugar geográfico, un sitio concreto y determinable que permite vincular el hecho dañoso con un órgano jurisdiccional.

Para evitar que el intermediario se beneficie de la legislación y la práctica de los Tribunales del lugar en el que desarrolla su actividad, el art.5.3 de Reglamento 44/2001 permite al demandante presentar la demanda en el lugar en el que daño despliega sus efectos directos, a pesar de que estos tribunales tienen la competencia de pronunciarse sólo sobre los acontecimientos dañosos que se han producido en su territorio, debido a la cercanía con los hechos del litigio y la facilidad para reunir las pruebas.

⁴¹⁹ Asunto 168/02

6. *CONTRATOS DE TENENCIA Y TRANSFER DE PARTICIPACIONES SOCIETARIAS
CELEBRADOS CON CONSUMIDORES. COMPETENCIA JUDICIAL INTERNACIONAL*

Las relaciones, contractuales o extracontractuales, relativas a las transacciones de valores negociables, realizadas a través de Internet o mediante contratación directa, presentan todas las características y particularidades de los contratos mercantiles. El objeto de tales relaciones y sobre todo las cantidades de dinero que la parte interesada puede llegar a invertir, determinan la especial atención por parte del legislador y la consecuente protección que se establece en la normativa nacional, comunitaria o internacional. El capital que puede invertir una persona en operaciones financieras, el alto nivel de riesgo que conllevan las inversiones, tanto bursátiles, como directas, y el perjuicio que puede llegar a causar una mala gestión de estos mercados, justifican el carácter riguroso de las disposiciones jurídicas y la implicación del Estado como órgano regulador.

En el comercio internacional la intervención del Estado tiene como objetivo, en un principio, regular las relaciones y prácticas comerciales ya existentes de acuerdo con la política nacional y las exigencias del mercado global. El Estado ejerce un control que pretende tan sólo establecer los límites de la relación comercial con el fin de proporcionar y fomentar el buen funcionamiento del mercado. La intervención estatal, sin embargo, se queda mínima siempre y cuando la relación mercantil se desarrolla entre partes iguales, es decir, cuando ambas partes de la relación mercantil son profesionales.

No obstante, en los mercados financieros hay un cierto número de participantes que disponen de capital ahorrado e inmóvil, pero no gozan del privilegio de disponer de la información de última hora y los conocimientos necesarios que les permitan valorar todos los riesgos de una operación bursátil y formar una decisión financiera. El deseo de este tipo de operadores de ganar dinero de forma fácil y rápida les convierte en un blanco fácil para las compañías de servicios de inversión. La desigualdad de conocimientos y experiencia en

comparación con las personas, físicas o jurídicas, que ejercen de forma profesional en los mercados de capitales, sitúa al inversor en una posición menos favorecida y le convierte en la parte más débil. Las especulaciones a las que están expuestas y el fraude que pueden llegar a sufrir por parte de operadores oportunistas, justifican la especial protección que les proporcionan las disposiciones legales a nivel nacional, comunitario e internacional. La tutela que concede el legislador abarca todos los supuestos en los que una de las partes es un consumidor. Las disposiciones especiales de protección se prevén tanto en la normativa que regula la celebración y el contenido del contrato, como las normas que determinan la competencia de los Tribunales que han de resolver los litigios.

6.1. MARCO JURÍDICO COMUNITARIO

La Unión Europea ha elaborado un amplio marco legal dedicado a la protección de los consumidores⁴²⁰. En el desarrollo de dicha política se han establecido los derechos fundamentales y los principios que rigen la voluntad comunitaria en este ámbito. Es la Acta Europea que emplea por primera vez la noción de consumidor y permite incorporar el término en el art. 153 del Tratado CE. Dicha disposición establece la competencia de la Comisión de adoptar medidas destinadas a la defensa de los intereses de los consumidores que han de proporcionar un alto nivel de protección⁴²¹. Dicha disposición no ofrece una

⁴²⁰ El proyecto de un marco legal sobre protección de los consumidores empieza a formarse durante los años setenta. El tratado de Roma no preveía el desarrollo de dicha política pero después de la Cumbre de París en 1972 la Comisión Europea presenta un programa enfocada a la elaboración de normas comunitarias que garanticen los derechos de la parte más débil. Información más detallada sobre el desarrollo de la política comunitaria de protección de los consumidores se puede encontrar en la página web de la Unión Europea y más en concreto en: <http://europa.eu/scadplus/leg/es/s16000.htm>

⁴²¹ Tratado de la UE, Título XIV, *Protección de consumidores*, art. 153: 1. Para promover los intereses de los consumidores y garantizarles un alto nivel de protección, la Comunidad contribuirá a proteger la salud, la seguridad y los intereses económicos de los consumidores, así como a promover su derecho a la información, a la educación y a organizarse para salvaguardar sus intereses. 2. Al definirse y ejecutarse otras políticas y acciones comunitarias se tendrán en cuenta las exigencias de la protección de los consumidores. 3. La Comunidad contribuirá a que se alcancen los objetivos a que se refiere el apartado 1 mediante: 1. Medidas que adopte en virtud del artículo 95 en el marco de la realización del mercado

definición del concepto de consumidor. El legislador comunitario lo hace en los actos jurídicos que adopta en cada materia en particular⁴²².

La política de protección de los consumidores se refleja en la mayoría de los actos normativos de la UE. En este sentido, la CE ha elaborado un bloque de normativa especial en el ámbito de los servicios financieros. Referencias específicas sobre los contratos financieros con consumidores se hallan en la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, la Directiva 87/102/CEE del Consejo, de 22 de diciembre de 1986, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los

interior; 2. Medidas que apoyen, complementen y supervisen la política llevada a cabo por los Estados miembros. 4. El Consejo, con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 251 y previa consulta al Comité Económico y Social, adoptará las medidas mencionadas en la letra b) del apartado 3. 5. Las medidas que se adopten en virtud del apartado 4 no obstarán para que cada uno de los Estados miembros mantenga y adopte medidas de mayor protección. Dichas medidas deberán ser compatibles con el presente Tratado. Se notificarán a la Comisión.

⁴²² Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y el Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, y por la que se modifican la Directiva 90/619/CEE del Consejo y las Directivas 97/7/CE y 98/27/CE, *DO L* 271 de 9.10.2002, p. 16/24, art. 2.d); Directiva 97/7/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de mayo de 1997, relativa a la protección de los consumidores en materia de contratos a distancia, *DO L* 144 de 4.6.1997, p. 19/27, art.2.2); Directiva 98/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de febrero de 1998 relativa a la protección de los consumidores en materia de indicación de los precios de los productos ofrecidos a los consumidores *DO L* 80 de 18.3.1998, p. 27/31, art. 2; Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, *DO L* 95 de 21.4.1993, p. 29/34, art.2.b); Directiva 85/577/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, referente a la protección de los consumidores en el caso de contratos negociados fuera de los establecimientos comerciales, *DO L* 372 de 31.12.1985, p. 31/33, art. 2; Directiva 87/102/CEE del Consejo de 22 de diciembre de 1986 relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados Miembros en materia de crédito al consumo, *DO L* 42 de 12.2.1987, p. 48/53, art. 2.a); Directiva 90/314/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1990, relativa a los viajes combinados, las vacaciones combinadas y los circuitos combinados, *DO L* 158 de 23.6.1990, p. 59/64, art.2.4); Directiva 1999/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, sobre determinados aspectos de la venta y las garantías de los bienes de consumo, *DO L* 171 de 7.7.1999, p. 12/16, art.2; Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2000, relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el comercio electrónico), *DO L* 178 de 17.7.2000, p. 1/16, art. 2.e); Reglamento (CE) n° 178/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2002, por el que se establecen los principios y los requisitos generales de la legislación alimentaria, se crea la Autoridad Europea de Seguridad Alimentaria y se fijan procedimientos relativos a la seguridad alimentaria, *DO L* 31 de 1.2.2002, p. 1/24, art. 2.18); Directiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2005, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, que modifica la Directiva 84/450/CEE del Consejo, las Directivas 97/7/CE, 98/27/CE y 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (CE) n° 2006/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo («Directiva sobre las prácticas comerciales desleales») (Texto pertinente a efectos del EEE), *DO L* 149 de 11.6.2005, p. 22/39, art. 2.a)

Estados Miembros en materia de crédito al consumo, Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los contratos de crédito a los consumidores por la que se modifica la Directiva 93/13/CEE del Consejo⁴²³. La UE ha publicado un Libro Verde sobre el crédito hipotecario que establece la creación de un mercado europeo de crédito hipotecario y prevé la bajada del coste global de los créditos en cuestión, disminución de los riesgos y una mayor protección del consumidor⁴²⁴. Se han adoptado normas especiales sobre las operaciones transfronterizas: la Directiva 97/5/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero de 1997, relativa a las transferencias transfronterizas y el Reglamento 2560/2001 sobre los pagos transfronterizos, es decir, las transferencias transfronterizas, las operaciones de pago electrónico transfronterizas y los cheques transfronterizos⁴²⁵.

Especial relevancia sobre el tema del presente análisis tiene, sin embargo, Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores⁴²⁶. El objetivo

⁴²³ Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, *DO L* 166 de 11.6.1998; Directiva 87/102/CEE del Consejo, de 22 de diciembre de 1986, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito al consumo, modificada por la Directiva 90/88/CEE y la Directiva 97/7/CE, *DO L* 42 de 12.2.1987; Dictamen rectificativo: *DO L* 278 de 11.10.1998; Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los contratos de crédito a los consumidores por la que se modifica la Directiva 93/13/CEE del Consejo, COM (2002) 443 final. En la iniciativa se propone proporcionar ciertas ventajas a los consumidores: el derecho de retractación de catorce días, un derecho de reembolso anticipado y el derecho de anular un crédito si se renuncia a la correspondiente compra.

⁴²⁴ El crédito hipotecario en la Unión Europea (Libro Verde), [COM (2005) 327 final - no publicado en el *DO*], En la propuesta se prevé la obligación a los operadores de dar toda la información necesaria para poder formular libremente su elección. Dictamen del Comité Económico y Social Europeo, de 15 de diciembre de 2005, sobre el Libro verde - El crédito hipotecario en la UE [COM (2005) 327 final - *DO C* 65 de 17.3.2006]. Recomendación de la Comisión, de 1 de marzo de 2001, relativa a la información precontractual que debe suministrarse a los consumidores por los prestamistas de créditos vivienda [*DO L* 69 de 10.3.2001].

⁴²⁵ Directiva 97/5/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero de 1997, relativa a las transferencias transfronterizas [*DO L* 43 de 14.2.1997]. Reglamento (CE) n° 2560/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de diciembre de 2001, sobre los pagos transfronterizos en euros.

⁴²⁶ Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, y por la que se modifican la Directiva 90/619/CEE del Consejo y las Directivas 97/7/CE y 98/27/CE, *DO L* 271 de 9.10.2002, p. 16/24. La Directiva está transpuesta en el ordenamiento jurídico español a través de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores; LETE ACHIRICA, Javier, "La regulación de la venta a distancia de servicios financieros en

principal de la Directiva es garantizar una mayor protección de los consumidores dentro del marco de unas actividades financieras cada vez más diversas y más competitivas. El legislador comunitario reconoce el papel que desempeña la contratación financiera vía Internet dentro del comercio internacional y en el ámbito de las transacciones de capitales. Establece, en el punto 5 de la Exposición de motivos, que el carácter incorporal de los servicios financieros les convierte en especialmente aptos para la contratación a distancia. El objeto de la Directiva es aproximar la normativa reglamentaria y administrativa de los Estados Miembros en materia de contratación a distancia de servicios financieros con consumidores.

El término “servicios financieros” el legislador comunitario lo determina de manera muy amplia y general como “todo servicio bancario, de crédito, de seguros, de jubilación personal, de inversión o de pago” (art. 2.b)). En el Anexo de la Propuesta de la Directiva se contenía una lista indicativa de los servicios más importantes que entran en su ámbito de aplicación material⁴²⁷. La lista no se transpuso posteriormente en el texto final, pero sigue siendo válida para poder especificar las materias que regula. En el punto 7 del Anexo se incluyen las modalidades de transacciones que implican diferentes tipos de instrumentos financieros.

La Directiva se aplica a los contratos celebrados con consumidores sobre servicios financieros realizados a distancias- por medio de teléfono, fax o Internet. Sin embargo, como medida de

la Comunidad Europea ¿una apuesta de futuro?”, *La Ley*, 1999, Ref. D-113, Tomo 2, Editorial La Ley; MARÍN LÓPEZ, Juan José, “Los servicios financieros y las nuevas tecnología y la comunicación: la Directiva 2002/65/CE, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores”, *Estudios sobre el consumo*, N° 76, enero 2006

⁴²⁷ DO N° C385, de 11 de diciembre de 1998, 1. Aceptación de depósitos y otros fondos reembolsables. 2. Actividades de préstamo, en particular, créditos al consumo y créditos hipotecarios. 3. Arrendamiento financiero. 4. Transferencias monetarias, emisión y gestión de medios de pago. 5. Operaciones de divisas. 6. Garantías y compromisos. 7. Recepción, transmisión y/o ejecución de instrucciones y prestación de servicios relativos a los instrumentos financieros siguientes: a) instrumentos del mercado monetario b) títulos negociables c) organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y otros sistemas de inversión colectiva d) contratos de futuros y opciones e) instrumentos basados en el tipo de cambio y el tipo de interés. 8. Gestión de carteras y asesoría en materia de inversiones relativas a cualquiera de los instrumentos mencionados en el punto 7. 9. Conservación y gestión de títulos. 10. Servicios de alquiler de cajas de seguridad. 11. Seguros distintos del de vida. 12. Seguros de vida. 13. Seguros de vida vinculados a fondos de inversión. 14. Seguros de enfermedad, a largo plazo, no rescindibles (permanent health insurance). 15. Operaciones de capitalización. 16. Regímenes de jubilación individuales.

protección se establece la obligación de que el contrato exista en un “soporte duradero”. El legislador comunitario determina en el art. 2.f) que dicho término “incluye todo instrumento que permita al consumidor almacenar la información dirigida personalmente a él, de modo que pueda recuperarla fácilmente durante un período de tiempo adecuado para los fines para los que la información está destinada y que permita la reproducción sin cambios de la información almacenada”. Se entienden en este contexto, en particular los disquetes informáticos, los CD-ROM, los DVD y los discos duros de los consumidores en los que queda grabado el correo electrónico. Una página web, no obstante, no se incluyen en el concepto de “soporte duradero”⁴²⁸.

La iniciativa de la UE viene motivada por la directa interrelación entre los mercados de valores y los ahorros personales de algunos inversores y los conflictos que surgen en relación con las inversiones. El desarrollo económico en la Comunidad Europea y la apertura de los mercados financieros ha permitido a los operadores a invertir parte de su capital personal en participaciones societarias de compañías nacionales o extranjeras. Este tipo de inversores, sin embargo, no disponen de los conocimientos necesarios, ni de la experiencia, financiera o jurídica, que tienen los representantes de las empresas de servicios de inversión. Las pérdidas por falta de información sobre las compañías emisoras de valores o sobre los riesgos de cada transacción, han impulsado a los clientes a presentar numerosas demandas contra las empresas de inversión por daños y perjuicios por incumplimiento de las obligaciones contractuales o por daños extracontractuales. Los litigios relacionados con la tenencia y el transfer de valores negociables han obligado al legislador a establecer normas especiales de protección, delimitando la naturaleza y el alcance de los derechos que tiene el inversor –persona jurídica.

En lo que respecta a la resolución de conflictos entre el proveedor del servicio y el consumidor, el apartado 8 de la Exposición de Motivos

⁴²⁸ Punto 20 de la Exposición de Motivos de la Directiva 2002/65/CE

de la Directiva 2002/65/CE establece que las disposiciones especiales sobre las cláusulas del contrato y/o la jurisdicción competente, no afectan a la aplicación del Reglamento 44/2001, ni tampoco a los del Convenio de Roma de 1980 sobre la Ley aplicable. Por lo tanto, para determinar la competencia judicial internacional en los litigios con la tenencia y transferencia de participaciones en los que una de las partes es un consumidor, se aplicará el Reglamento 44/2001, siempre y cuando se cumplan los requisitos previstos en las normas correspondientes⁴²⁹.

6.2. NOCIÓN DE CONSUMIDOR

El Reglamento 44/2001 prevé en la Sección 4, art. 15-17, normas especiales para los casos en los que una de las partes en el contrato es un consumidor. La noción de consumidor que se emplea en la Sección

⁴²⁹ ARENAS GARCÍA, Rafael, "Tratamiento jurisprudencial...", *cit.*, pp. 39-69; ARENAS GARCÍA, Rafael, "Competencia judicial internacional...", *cit.*, pp. 45-60; ACEDO PENCO, Ángel "La noción de consumidor y su tratamiento en el derecho comunitario, estatal y autonómico- breve referencia al concepto de consumidor en el derecho extremeño", *AFD*, Nº 18, 2000, pp. 297-340; AÑOVEROS TERRADAS, Beatriz, *Los contratos de consumo intracomunitarios: cuestiones de derecho aplicable*, Madrid; Barcelona: Marcial Pons, 2003; AÑOVEROS TERRADAS, Beatriz, "Delimitación de los supuestos internacionales en los que se justifica el forum actoris a favor del consumidor: a propósito de las sentencias del TJCE en los asuntos *Johann Gruber y Petra Engler*", *La Ley*, 2005, Nº 6264; CARRASCOSA, Javier, "Contratos internacionales de consumidores. Tiempo compartido." *Nuevos temas de Derecho Internacional* (Enero 2006); DOWNES PEIRÚ, Noemí, "La protección del consumidor en los contratos de utilización de inmuebles a tiempo compartido en los Convenios de Bruselas y de Lugano", en BORRAS, Alegría, *La Revisión de los Convenios de Bruselas de 1968 y Lugano de 1988 sobre competencia judicial y ejecución de resoluciones judiciales: una reflexión preliminar española : seminario celebrado en Tarragona, 30-31 de mayo de 1998*, Madrid Barcelona: Marcial Pons, 1998, pp. 265-275; GONZÁLEZ GRANDA, Piedad, "Protección judicial y extrajudicial...", *cit.*; GOTHOT, Pierre, *La Convención de Bruselas de 27 de Septiembre 1968: competencia judicial y efectos de las decisiones en el marco de la CEE*, Madrid, *La Ley*, DL 1986; GUZMÁN ZAPATER, Mónica, "La prorrogación de competencias en los contratos de venta incluidos por consumidores", *REDI*, Vol. 39, Nº 2, 1987, pp. 447-476; HERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, Asunción, "La protección del consumidor transfronterizo intracomunitario. Cuestiones de derecho internacional privado" *Estudios sobre Consumo*, 79, 2006, pp.17-34; MÉNDEZ PINEDO, Elvira, *La protección de consumidores en la Unión Europea. Hacia un Derecho procesal comunitario europeo*, Marcial Pons, 1998; OREN, Joakim St. "International Jurisdiction over Consumer Contracts in e-Europe", 2003, *Int'l & Comp. L.Q.*, Nº52, p. 665; QUIÑONES I ESCÁMEZ, Anna, "La protección de los intereses económicos de los intereses de los consumidores en una Europa ampliada y sin fronteras interiores", *GJUEC*, 217. 2002. pp.75-91, QUIÑONES I ESCÁMEZ, Anna, "Incorrecta transposición de la noción de "vínculo estrecho con el territorio comunitario" de las Directivas de consumo (STJCE de 9-9-2004, as. 70/03 Comisión c/ España), *RDCE*, Año nº 9, Nº 21, 2005, pp. 537-550; QUIÑONES I ESCÁMEZ, Anna, "Evolución de la admisibilidad de la cláusula atributiva de competencia internacional en derecho español y comparado. Incidencia de las leyes de protección al consumidor y de reglamentación de las condiciones generales de la contratación", *RJC*, Vol. 86, Nº 3, 1987, pp. 657-696; VASILJEVA, Ksenija "1968 Brussels Convention and EU Council Regulation 44 2001 - jurisdiction in the consumer contract concluded online", *European Law Journal*, Vol. 10, No. 1, 2004, pp. 123-142

IV es casi idéntica que el concepto que se prevé en el art. 6 Reglamento 593/2008 (Roma I). El art. 15 R 44/2001 establece que “en materia de contratos celebrados por una persona, el consumidor, para un uso que pudiera considerarse ajeno a su actividad profesional, la competencia quedará determinada por la presente sección, sin perjuicio de lo dispuesto en el art.4 y en el punto 5 del art.5 (...)”. El art. 15 no ofrece una definición del término “consumidor”⁴³⁰. Sin embargo, la noción ha sido interpretada en reiteradas ocasiones por el TJCE en su jurisprudencia sobre el tema⁴³¹.

⁴³⁰ ACEDO PENCO, Ángel, “La noción de consumidor...”, *cit.*, pp. 297-340, el texto completo se puede consultar en www.dialnet.unirioja.es; AÑOVEROS TERRADAS, Beatriz “Delimitación de los supuestos internacionales...”, *cit.*; BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, Alberto, “Sentencia del Tribunal Supremo de 25 de junio de 1984: Modelo de utilidad: ámbito de protección. Utilización del objeto protegido. Noción de consumidor”, *CCJC*, N° 6, Septiembre-Diciembre 1984, Ref. 156, pág. 1903; BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, Alberto, *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Madrid Tecnos DL 1987; BOTANA GARCÍA, Gema, “La noción de consumidor”, en *Curso sobre protección jurídica de los consumidores*, RUIZ MUÑOZ, Miguel, Madrid, 1999, p. 28; CARRILLO POZO, Luis F., “Artículo 13” en CALVO CARAVACA, A.-L., *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, Universidad Carlos III/ BOE, 1994, pp. 267-288; Díez BALLESTEROS, Juan Alberto “Concepto de consumidor: no es consumidor quien adquiere una herramienta para su uso profesional”, *Revista de responsabilidad civil, circulación y seguro*, N° 4, 2007, pp. 53-55; Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, Luis María “En torno al concepto legal de consumidor”, Homenaje al profesor Dr. Gonzalo Rodríguez Mourullo, 2005, pp. 1893-1900; FOSS, Morten/ BYGRAVE, Lee A. “International Consumer Purchases through the Internet: Jurisdictional Issues pursuant to European Law”, *International Journal of Law and Information Technology*, 2000, volume 8, pp. 99–138; GONZÁLEZ VAQUÉ, Luis, “La noción de consumidor en el Derecho comunitario del Consumo”, *Estudios sobre consumo*, N° 75, 2005, pp. 25-42; GONZÁLEZ VAQUÉ, Luis, “La noción de consumidor medio según la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas”, *RDCE*, n° 8, N° 17, 2004, pp. 47-82; GONZÁLEZ VAQUÉ, Luis, “Las nociones consumidor medio y miembro medio de un grupo particular de consumidores en el Reglamento n° 1924/2006 (declaraciones nutricionales y de propiedades saludables en los alimentos)” *GJUEC*, N° 247, 2007, pp. 9-19; HERRERO PEREZAGUA, Juan Francisco, *Jurisdicción y competencia en materia de consumidores*, Cizur Menor Thomson Aranzadi 2007; RODRÍGUEZ BENOT, Andrés “Delimitación de la noción de consumidor en la contratación mercantil internacional a los fines de la determinación del órgano judicial competente según el Convenio de Bruselas de 1968: (Comentario a la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en el asunto C-269/95, "Francesco Benincasa c. Dentalkit SRL", de 3 de julio de 1997)” *La Ley*, N° 6, 1997, pp. 1651-1660

⁴³¹ La interpretación del concepto se realiza en el marco del convenio de Bruselas. El Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en su análisis de los litigios que implican consumidores hace referencia a los arts. 13-15 CB. Puesto que el Reglamento 44/2001 viene a sustituir el Convenio de Bruselas y el TJCE ha declarado que la interpretación de las normas del CB se aplicará a las disposiciones del Reglamento 44/2001. Por esta razón, en el trabajo se hace referencia a las normas comunitarias. Sentencia del TJCE de 3 de julio de 1997. *Francesco Benincasa contra Dentalkit Srl*. Asunto C-269/95. Recopilación de Jurisprudencia 1997 p. I-3767, Sentencia del TJCE de 19 de enero de 1993, *Shearson Lehmann Hutton Inc. contra TVB Treuhandgesellschaft für Vermögensverwaltung und Beteiligungen mbH*, Asunto C-89/91, Recopilación de Jurisprudencia 1993 p. 139; Sentencia del TJCE de 11 de julio de 2002, Rudolf Gabriel, Asunto C-96/00, Recopilación de Jurisprudencia 2002 p. I-6367; Sentencia del TJCE de 27 de abril de 1999, *Hans-Hermann Mietz v Intership Yachting Sneek BV*, Asunto C-99/96, Recopilación de Jurisprudencia. I-2277, apartado 26; Sentencia del TACE de 20 de enero de 2005, Petra Engler contra Janus Versand GMBH, Asunto C-27/02; Sentencia del TJCE de 15 de septiembre de 1994, *Wolfgang Brenner y Peter Noller contra Dean Witter Reynolds Inc*, asunto 318/93, Recopilación de Jurisprudencia 1994 p. I-4275

En cuanto a las relaciones, contractuales o extracontractuales, de tenencia y transfer de participaciones societarias, el Tribunal de Luxemburgo analiza los puntos constitutivos de la figura del consumidor en dos asuntos que presentan una conexión directa con el tema de análisis- el asunto *Shearson Lehman Hutton Inc* contra *TVB* y el asunto *Wolfgang Brenner y Peter Noller* contra *Dean Witter Reynolds Inc.*⁴³². El elemento particular en estas dos sentencias es que una de las partes del litigio es una persona física que invierte sus ahorros adquiriendo participaciones de una sociedad anónima.

El primer caso enfrenta a un particular, juez de profesión, que, después de ver un anuncio en la prensa alemana, contrata la compañía *Hutton Inc* -empresa norteamericana de servicios de inversión- para la realización de operaciones a plazo sobre divisas y títulos valores. El contrato de comisión lo negocia con la sucursal alemana de *Hutton Inc*. El inversor efectúa varios pagos entre los años 1986 y 1987, que han sido absorbidos por las pérdidas de la compañía. Posteriormente el inversor traspassa la deuda a la empresa alemana *Treuhandgesellschaft fuer Vermoegensverwaltung und Beteiligungen mbH* (en lo sucesivo, "TVB"). La compañía alemana presenta una demanda contra la empresa de servicios de inversión, que mientras tanto ha sido absorbida por la entidad norteamericana *Shearson Lehman Hutton Inc*. El objeto del litigio es el enriquecimiento sin causa debido a la falta de información necesaria sobre los riesgos que conlleva a inversión. En el asunto, el TJCE ha de decidir si a la empresa TVB se le pueden aplicar las normas destinadas a consumidores ya que se subrogó en la posición del inversor principal.

En el segundo caso, *Wolfgang Brenner* y el *Peter Noller* celebran un contrato para la realización de operaciones a plazo sobre mercaderías con la empresa de mediación *Dean Witter Reynolds Inc*,

⁴³² Asunto C-89/91, *Shearson Lehmann Hutton Inc.* contra *TVB*; asunto C-318/93, *Wolfgang Brenner y Peter Noller* contra *Dean Witter Reynolds Inc*; ARENAS GARCÍA, Rafael, "Tratamiento jurisdiccional del ámbito...", *cit.*, p. 46 y sigs.; BORRAS, Alegría, Nota a la sentencia *Shearson Lehmann Hutton Inc. contra TVB, RJC*, 1993, pp. 1180-1182; LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, *cit.*, pp. 135 y sigs.

con domicilio en Estados Unidos. La inversión efectuada por parte del intermediario llevó a la pérdida del capital transferido. A causa del fracaso, los dos inversores presentan una demanda contra la compañía norteamericana por daños y perjuicios, resultado del incumplimiento de las obligaciones contractuales o precontractuales – el intermediario ha presentado falsas facturas de gastos y ha realizado transacciones “absurdas”. El acto ilícito ha llevado a un enriquecimiento sin causa.

Para poder responder a las preguntas prejudiciales, el tribunal, en primer lugar, ha de determinar si la parte afectada se puede calificar como consumidor según la norma del art. 15 Reglamento 44/2001. La disposición comunitaria no ofrece un concepto, sino que prevé, tan sólo, las circunstancias especiales que han de estar presentes para poder calificar el contrato como celebrado por consumidor. Dicho artículo determina el consumidor como una persona que celebra contratos para un uso que pueda considerarse ajeno a su actividad profesional⁴³³. La interpretación de este concepto, declara el Tribunal, se ha de hacer de acuerdo con el sistema y los objetivos del Reglamento, que tienen como finalidad garantizar la aplicación uniforme de dicha normativa y por eso el término debe interpretarse de forma autónoma⁴³⁴. La elevada protección que se prevé en el art.15 Reglamento se debe al hecho de que el consumidor es la parte económicamente más débil y jurídicamente menos experimentada⁴³⁵. Dicha protección ampara sólo los casos en los que la persona física celebra el contrato en ejercicio de una actividad no profesional. La naturaleza profesional del acto inhabilita por completo la

⁴³³ AÑOVEROS TERRADAS, Beatriz, “Delimitación de los supuestos internacionales...”, *cit.*, AÑOVEROS TERRADAS, Beatriz, *Los contratos de consumo...*, *cit.*, pp. 83-101; RODRÍGUEZ BENOT Andrés, “Delimitación de la noción...”, *cit.*

⁴³⁴ Asunto C-89/91- *Shearson Lehmann Hutton Inc. contra TVB*; Sentencia del Tribunal de Justicia de 3 de julio de 1997. - *Francesco Benincasa contra Dentalkit Srl.* asunto C-269/95, Recopilación de Jurisprudencia 1997 página I-3767; Conclusiones del Abogado General, apartado 41: “a) las legislaciones nacionales no tienen por qué coincidir entre sí, siendo susceptibles de incorporar matices diferentes, según los casos: tomar en consideración una u otra (¿cuál sería el criterio de elección?) iría en detrimento de la seguridad jurídica que pretende garantizar el Convenio de Bruselas; b) incluso en el seno de una misma legislación nacional, puede ocurrir que las nociones de «consumidor» sean diferentes, según el sector del ordenamiento jurídico en que se enmarquen”. BORRAS, Alegría, Nota a la sentencia *Francesco Benincasa contra Dentalkit Srl*, *Revista jurídica de Catalunya*, 1998, pp. 587-590

⁴³⁵ Asunto C-89/91; CALAIS-AULOY, Jean: “Les déboires des consommateurs viennent souvent de leurs ignorance en matière juridique”, en *Proposition pour un nouveau droit de la consommation: Rapport final de la commission de refonte du droit de la consommation*, Paris, 1985, pp. 122 y sigs.

disposición del art. 15. El criterio de actuar fuera de la actividad profesional es un elemento básico e imprescindible para determinar el actor como consumidor.

En lo que respecta a los servicios financieros, la Directiva 2002/65/CE, en su art.2, letra f) establece que se entiende por “consumidor” *toda persona física que, en los contratos a distancia, actúe con un propósito ajeno a su actividad comercial o profesional*. Es decir, será consumidor la parte de un contrato relacionado con la tenencia y el transfer las acciones, a los efectos del art. 15 del Reglamento 44/2001 y el art.2, f) del la Directiva 2002/65/CE, la persona física que pacta los servicios de una entidad de inversión en el marco de una operación que es ajena a su profesión⁴³⁶. Por un uso no profesional una parte de la doctrina entiende el uso o el consumo privado⁴³⁷. La calidad en la que actúa el operador no es relevante para su calificación como consumidor, porque “una misma persona física puede ser consumidor a unos efectos y empresario a otros”⁴³⁸. El elemento determinante es la posesión que tiene el actor en un contrato determinado⁴³⁹. En cuanto al servicio contratado en el marco de una transacción de valores, el pacto ha de estar destinado exclusivamente a satisfacer un interés personal y no ha de tener por objetivo introducir el producto o el servicio en el mercado. Por lo tanto, una de las circunstancias que tiene relevancia para considerar el operador como consumidor es la destinación de los productos o los servicios.

El art. 15 Reglamento emplea el término “persona” sin delimitar si el concepto de consumidor se refiere sólo a las personas físicas o incluye también los supuestos en los que la contraparte es una persona jurídica. Una parte de la doctrina interpreta el art. 15 del Reglamento de forma más amplia y entiende que el precepto ampara los casos en los que el co-contratante es una persona jurídica que actúa sin ánimo de

⁴³⁶ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional del ámbito...”, *cit.*, p.46 y sigs.

⁴³⁷ CARRILLO POZO, Luis F., “Artículo 13”, *cit.*, p. 273; ESPLUGUES MOTA, C., “Noción de consumidor...”, *cit.*, pp. 963

⁴³⁸ Conclusiones del Abogado General, apartado 38, asunto C-269/95.

⁴³⁹ HERRERO PEREZAGUA, Juan Francisco, *Jurisdicción y competencia...*, *cit.*, p. 29

lucro⁴⁴⁰. La jurisprudencia del Tribunal de Luxemburgo, sin embargo, hace una interpretación más restrictiva y entiende, a los efectos del art.15, que el concepto de consumidor incluye tan sólo a las personas físicas⁴⁴¹. La protección que proporcionan las normas jurídicas en el marco de la política de consumidores “sólo engloban los contratos celebrados para satisfacer las necesidades de consumo privado de un individuo”⁴⁴². Además, en relación con los servicios financieros, el art. 2.f) de la Directiva 2002/65/CE al definir el término consumidor establece expresamente que se trata de una persona física.

El requisito de que la contratación de los servicios no ha de tener una finalidad lucrativa, aplicado a las inversiones de particulares, puede provocar una cierta confusión. Los operadores que invierten sus ahorros en los mercados regulados de capitales actúan con ánimo de lucro. Sin embargo, el contrato que celebran con las empresas de

⁴⁴⁰ HERRERO PEREZAGUA, Juan Francisco, *Jurisdicción y competencia...*, cit., p. 30, El autor sostiene, en contra de la interpretación restrictiva del TJCE que “Como consumidores, por lo tanto, podrían ser tenidas las fundaciones, las asociaciones o personas jurídicas, en general, que actúan sin ánimo de lucro –contratan sin la cobertura de una organización empresarial- siempre que los bienes o servicios adquiridos no se destinen a un fin comercial o profesional.” Aunque la jurisprudencia del TJCE haya excluido del precepto las personas jurídicas, “no comporta que el concepto de consumidor adoptado por los ordenamientos internos no pueda optar por un contenido más amplio.”

⁴⁴¹ En este contexto, AÑOVEROS TERRADAS, Beatriz, *Los contratos de consumo intracomunitarios...*, pp. 90-91, “el art. 15 RBI (art.13) no puede aplicarse a todas aquellas situaciones en las que exista un desequilibrio contractual, pues ello desbordaría el ámbito de las disposiciones protectoras en materia de competencia judicial internacional, cuyo carácter es marcadamente procesal. Efectivamente, el *forum actoris* se otorga con el objetivo de alentar al consumidor a hacer valer sus derechos frente a su co-contratante, sin que se vea obligado a acudir a los tribunales del domicilio del demandado (co-contratante del consumidor). Precisamente por ello sólo debe protegerse a aquellas personas para los que el litigio es algo inusual, sólo los consumidores *strictu sensu* deben beneficiarse del *forum actoris*. Los que actúan en el ámbito de una actividad mercantil, aunque carezcan de experiencia comercial, deben contar con la posibilidad de un litigio”. La autora en su trabajo “Delimitación de los supuestos internacionales...”, p.3 al analizar la jurisprudencia del TJCE en los casos Johann Gruber y Petra Engler sostiene que “hacer depender la aplicación de las normas CJI de valoraciones cuantitativas difíciles de calcular, cuando no imposible, va en contra de la seguridad jurídica pretendida por el CB. Por ello, considero plenamente acertado el planteamiento del TJCE, al afirmar que cuando una persona celebra un contrato para un uso que está relacionado parcialmente con su actividad profesional y que, por tanto, tan sólo es parcialmente ajeno a ésta, no puede, en principio, ampararse en las disposiciones protectoras. Una interpretación teleológica impone dicho resultado, pues aunque el destino del bien tenga una finalidad parcialmente privada, la persona que contrata no precisa un beneficio procesal como lo es el *forum actoris*. También la necesidad de una interpretación restrictiva de la noción de consumidor ampara dicho resultado. Sobre el mismo tema, mire ROMERO GARCÍA-MORA, Guillermo, “En torno al concepto de « consumidor » en el Derecho Comunitario. A propósito de la STJCE *Gruber vs. Bay Wa*”, *Actualidad Civil*, Nº 22, Quincena del 16 al 31 Dic. 2005, p. 2704, tomo 2, La Ley. El autor comparte la posición del TJCE en el caso Gruber y destaca que proporcionar a los pequeños empresarios la misma protección que a los consumidores sería contra los objetivos de la norma comunitaria. La decisión del TJCE de interpretar de forma más restrictiva al art. 15 Reglamento 44/2001 (art. 13 Convenio de Bruselas) encuentra su razón en la seguridad jurídica que es uno de los objetivos de la normativa comunitaria.

⁴⁴² Sentencia de TJCE, asunto C-269/95, apartado 17

servicios de inversión no se realiza en el ámbito de su actividad profesional. El hecho de que uno gasta sus ahorros en operaciones de bolsa no le convierte en un participante profesional⁴⁴³. El operador particular invierte parte de su capital privado con el fin de obtener unos beneficios financieros que influyen directa o indirectamente sobre su patrimonio personal. El grado de sus conocimientos sobre el funcionamiento de los mercados de capitales y los riesgos que conlleva cada operación, no son determinantes. El capital que invierte proviene de su cuenta bancaria y se confiere a los intermediarios con el fin de proporcionarle un alto beneficio financiero.

El legislador comunitario utiliza la negación como método para determinar el destino de los productos o los servicios- la persona actúa en el marco de una actividad profesional cuando *no* utiliza el bien adquirido o el servicio contratado para un consumo particular y lo reintroduce en el mercado. El art. 15 Reglamento 44/2001 establece un doble criterio formulado por la naturaleza del acto y por su objetivo⁴⁴⁴. Las normas especiales de protección de los consumidores se establecen para compensar la desigualdad entre los operadores y evitar los abusos por parte de los profesionales. Estas disposiciones vienen a proporcionar un especial amparo a la parte “económicamente más débil y jurídicamente menos experimentada”. Se excluyen expresamente de la calificación de consumidor todos los casos en los que la persona física dispone de los medios necesarios para satisfacer su interés y defender sus derechos- adquiere el producto o contrata los servicios en el marco de su actividad profesional. En este contexto, el Tribunal de Luxemburgo señala que “el demandante que actúa en ejercicio de su actividad profesional y que, por tanto, no es, él mismo, el consumidor que es parte en uno de los contratos enumerados por el párrafo primero de este artículo no puede beneficiarse de las reglas de determinación de

⁴⁴³ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional del ámbito...”, *cit.*, p.46 y sigs. Sostiene el autor que “quien coloca sus ahorros en bolsa o adquiere algún tipo de producto financiero no por ello se convierte en un inversor profesional”.

⁴⁴⁴ LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, *cit.*, pp. 135 y sigs.; TIRADO ROBLES, Carmen, *La competencia judicial...*, pp. 97 y sigs.; ZABALO ESCUDERO, María Elena “Aspectos jurídicos de la protección al consumidor contratante en el derecho internacional privado”, *REDI*, 1985, Vol. 37, N° 1, pp. 117-119

la competencia especiales previstas por dicho Convenio en materia de contratos celebrados por los consumidores”⁴⁴⁵. El objetivo de la normativa comunitaria es proporcionar una protección más elevada a las personas que realmente lo necesitan y excluir los operadores para los que tal tutela no está justificada⁴⁴⁶. En este contexto, el objetivo de los arts.15-17 del Reglamento justifica la interpretación más restrictiva que hace el TJCE en la caso *Shearson Lehmann Hutton Inc. contra TVB* al concepto de consumidor⁴⁴⁷.

El amparo previsto en el art. 15 se refiere exclusivamente al consumidor final privado que no realiza actividades comerciales o profesionales en el marco de uno de los contratos previstos en dicha disposición⁴⁴⁸. Definido de esta manera el concepto de consumidor puede provocar ciertas dudas de sí la figura del inversor cumple estos requisitos. Una parte de la doctrina diferencia el concepto de consumidor del concepto de ahorrador⁴⁴⁹. Se sostiene que la persona física que coloca sus ahorros en bolsa no es un consumidor típico, sino ahorrador. Se afirma que la contratación de los servicios de un intermediario financiero no tiene como objetivo satisfacer una necesidad puramente privada, familiar o domestica, sino la reintroducción del capital en el mercado para obtener una retribución. Por eso el operador actúa profesionalmente, aunque fuera de su ámbito laboral. Sin embargo, otra parte de la doctrina ofrece argumentos más sustanciales

⁴⁴⁵ Asunto C-89/91, apartado 24

⁴⁴⁶ Asunto C-89/91, apartado 19

⁴⁴⁷ JANSSENS, T., “The Shearson judgment of the European Court of Justice: Problems raised by the “Europeanisation” and “Communitisation” of the term “Consumer” in the Brussels Jurisdiction and Jurisdiction Convention”, 1995, 4 *ERPL* 605; LORNA E. GILLIES, *Electronic Commerce and International Private Law: A Study of Electronic Consumer Contracts, Markets and the law*, Ashgate Publishing, Ltd., 2008, pp. 71-81

⁴⁴⁸ Asunto C-89/91, apartado 22; En el mismo contexto: Sentencia del TJCE del 20 de enero de 2005 *Johann Gruber contra Bay Wa AG.*, asunto C-464/01. Recopilación de Jurisprudencia 2005 página I-00439, “Del sistema de reglas de competencia establecido por el Convenio de Bruselas, así como de la razón de ser del régimen específico establecido por las disposiciones del título II, sección 4, de dicho Convenio, el Tribunal de Justicia ha deducido que estas disposiciones sólo se refieren al consumidor final privado que no realice actividades mercantiles o profesionales y que no puede extenderse el amparo que proporcionan a personas para las que no está justificada una protección especial (véanse en este sentido, en particular, las sentencias, antes citadas, Bertrand, apartado 21; Shearson Lehman Hutton, apartados 19 y 22; Benincasa, apartado 15, y Gabriel, apartado 39).”

⁴⁴⁹ CALAIS-AULOY, Jean, *Droit de consommation*, Paris, Dalloz, 3º ed., p. 9

que defienden el paralelismo entre ambas figuras⁴⁵⁰. El particular que contrata la empresa de servicios de inversión es el beneficiario explícito del resultado de la operación. El fin lucrativo que se consigue con la inversión del capital en el mercado, no corrompe su actitud como consumidor, tan sólo modifica uno de los elementos de la relación entre el intermediario profesional y el particular. Tal modificación no contamina la relación suficientemente como para anular el resto de elementos que identifican el inversor- persona física como consumidor. Lo que consigue es crear una variación dentro de los límites del concepto de consumidor que no afecta a las otras piezas que construyen la relación “profesional-consumidor”. El inversor no actúa cumpliendo con su deber profesional. Desembolsa el capital de su propia cuenta bancaria. Las ganancias o las pérdidas de la inversión se reflejan directamente en su patrimonio, por lo que el ha de asumir las consecuencias personalmente. Es cierto que el particular invierte con el fin de obtener una rentabilidad financiera, es decir, realiza una actividad especulativa. Sin embargo, es el último en la cadena de inversión y el servicio que recibe no se puede calificar como actividad comercial, ya que debe soportar y aceptar el resultado final de la operación bursátil⁴⁵¹. La afectación directa que asume el patrimonio personal demuestra claramente que el objetivo de la inversión entra en los límites de “uso personal o doméstico”⁴⁵².

El hecho de que una persona física invierte sus ahorros con un fin lucrativo no impide que esta persona sea calificada como

⁴⁵⁰ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional del ámbito...”, *cit.*, p. 46 y sigs. “Usualmente, la no profesionalidad de uno de los contratantes (consumidor) implica que el bien o servicio adquirido va a ser utilizado para la satisfacción de sus necesidades, convergiéndose en un “consumidor final”, en alguien que no va a reintroducir el producto adquirido en el mercado, ni lo va a utilizar en un proceso de producción”; BERCOVITZ RODRIGUEZ-CANO, Alberto, “La protección jurídica del inversor en valores mobiliarios” en BERCOVITZ RODRIGUEZ-CANO, Alberto y BERCOVITZ RODRIGUEZ-CANO, Rodrigo, *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Tecnos, 1987, pp. 302 y sigs.

⁴⁵¹ AÑOVEROS TERRADAS, Beatriz, *Los contratos de consumo...*, *cit.*, pp. 94-95; ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional del ámbito...”, *cit.*, p. 46 y sigs.; BERCOVITZ RODRIGUEZ-CANO, Alberto, “La protección jurídica...”, *cit.*, p. 302

⁴⁵² Asunto C-168/02, *Rudolf Kronhofer contra Marianne Maier, Christian Möller, Wirich Hofius y Zeki Karan*, Conclusiones del Abogado General; ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional del ámbito...”, *cit.*, p. 47; BERCOVITZ RODRIGUEZ-CANO, Alberto, “Ámbito de aplicación y derechos de los consumidores en la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios”, en *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Tecnos, 1987, pp. 123-124; LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, *cit.*, p. 146

consumidor. La posesión del inversor ante el intermediario- profesional en un mercado de capitales cada vez más global y competitivo es un indicador adicional que viene a confirmar la necesidad de una protección especial. Las empresas de servicio de inversión, como cada entidad mercantil, emplean métodos y estrategias de captación de clientela con el fin de conseguir un éxito financiero. Su objetivo es atraer los ahorros de los particulares que éstos no han gastado, emplearlo en operaciones especulativas, de mayor o menor riesgo, y beneficiarse de las ganancias de las inversiones, asumiendo la mínima responsabilidad posible. Estas empresas disponen, al mismo tiempo, de la información necesaria sobre los mercados y de la experiencia requerida. Su finalidad de ganar la confianza de los ahorradores y utilizar el dinero de los particulares motiva su comportamiento agresivo de marketing. La apertura de los mercados financieros internacionales, la pluralidad de oferentes, la variedad de productos y servicios, la presión social en una economía basada en el consumismo y la constante presencia de campañas publicitarias dificulta mucho la formación de una elección objetiva en los clientes⁴⁵³. El inversor particular está expuesto a la misma presión como el resto de clientes finales en los diferentes mercados. La atención de las empresas del sector financiero está dirigida a él, lo que le convierte en merecedor indudable de la amplia protección concedida a los consumidores. Por eso, aunque de primera vista parezca contradictorio hacer una equiparación entre ambas figuras, la posición particular del inversor justifica que se les proporcione a los inversores- personas físicas, una tutela jurídica especial y considerarles consumidores.

La protección especial que se da a los inversores particulares tiene una consecuencia directa y positiva sobre el mercado de capitales. La tutela legal les proporciona una mayor seguridad y la certeza de poder defender sus intereses independientemente del poder jurídico y/o financiero con el que dispone su co-contratante. La aplicación de las normas sobre consumidores, al mismo tiempo, modera la agresividad

⁴⁵³ BERCOVITZ RODRIGUEZ-CANO, Alberto, “La protección jurídica del inversor...”, *cit.*, p. 302

comercial de las compañías y reduce los abusos que cometen estos operadores en su intento de conseguir un mayor número de clientes. La reglamentación rigurosa de las relaciones entre dichas partes proporciona un equilibrio necesario que beneficia a las tres partes en el juego comercial- el oferente, el inversor y el mercado, puesto que “el tráfico en el que intervienen las empresas es el mismo tráfico en el que participan los consumidores”⁴⁵⁴.

Los arts. 15-17 del Reglamento 44/2001 reflejan el interés del legislador comunitario de proporcionar una defensa más elevada a los operadores que se encuentran en una posesión menos favorecida por falta de recursos económicos o conocimientos jurídicos y, al mismo tiempo, equilibran las situaciones de desigualdad entre los contratantes, impuestas por las condiciones del mercado. Dentro de este grupo de personas físicas que necesitan una mayor protección de sus derechos e intereses se incluye el inversor particular que celebra un contrato de servicios de inversión para la adquisición de participaciones societarias. Esta conclusión se desprende de la jurisprudencia del Tribunal de justicia en el caso *Wolfgang Brenner y Peter Noller contra Dean Witter Reynolds Inc*⁴⁵⁵. Los demandantes contratan los servicios del intermediario para invertir en Bolsa. El TJCE analiza los supuestos del caso partiendo del hecho que los demandantes actúan en calidad de consumidores. Por otro lado, en su sentencia del caso *Shearson Lehmann Hutton Inc. contra TVB* el Tribunal emplea el término “consumidor final privado” para excluir de esta manera las personas jurídicas que actúan en ejercicio de su actividad profesional y, por lo tanto, no pueden beneficiarse de la protección proporcionada a los consumidores, incluso cuando se ha subrogado en su posición⁴⁵⁶.

La postura de la Comunidad Europea y su interés de proporcionar a las personas físicas que invierten sus ahorros en bolsa, los mismos derechos que a los consumidores se evidencia en su labor

⁴⁵⁴ BERCOVITZ RODRIGUEZ-CANO, Alberto, “Ámbito de aplicación...”, *cit.*, p. 35

⁴⁵⁵ Asunto C-318/93, *Wolfgang Brenner y Peter Noller contra Dean Witter Reynolds Inc.*

⁴⁵⁶ Asunto C-89/91 *Shearson Lehmann Hutton Inc. contra TVB*; ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional del ámbito...”, *cit.*, p. 48, el autor no comparte la interpretación del TJCE sobre esta cuestión.

legislativa. Ha sido adoptada una multitud de actos jurídicos que regulan las relaciones contractuales entre las entidades financieras y los clientes- consumidores. Relevancia especial tiene la Directiva 2002/65/CE relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores que establece las condiciones de validez de un contrato entre un consumidor y un proveedor de servicios financieros celebrado a distancia. En la Sentencia *Shearson Lehmann Hutton Inc. contra TVB* la Comisión y el Gobierno alemán entienden que la protección del art. 15 ampara los contratos de comisión para la inversión en valores mobiliarios.

El inversor privado es un consumidor. El Tribunal de Justicia hace una interpretación restrictiva del término consumidor. Sin embargo, la figura del particular que coloca sus ahorros en el mercado de capitales no se extiende de los límites impuestos por el órgano jurisdiccional comunitario. Es una persona física, que actúa fuera de su ámbito profesional y contrata un servicio con el fin de obtener beneficios económicos que se reflejan en su patrimonio personal. Es el último en la cadena de adquisición de valores, el cliente final que asume todos los riesgos y beneficios de la transacción – jurídicos, económicos y, naturalmente, fiscales. Su posición en la relación contractual entra en los supuestos incluidos en la política comunitaria de protección de consumidores por ser la parte económicamente más débil y jurídicamente menos hábil⁴⁵⁷. La inclusión del ahorrador en la protección prevista en la Sección 4 del Reglamento 44/2001 no vulnera los principios generales de tutela que rigen la actividad de las instituciones comunitaria en este tema, lo que justifica su calificación como consumidor⁴⁵⁸.

⁴⁵⁷ En contra de esta posición: GUZMÁN ZAPATER, Mónica, “Cesión de crédito y noción de consumidor: segunda decisión del TJCE sobre la competencia judicial internacional en materia de contratos de consumo en el Convenio de Bruselas”, *La Ley - Comunidades Europeas* 1993, nº 82 p.1-7 p. 6. La autora no considera los inversores particulares merecedores de una protección especial como la que se da a los consumidores. Por eso cree inaplicables las normas de los arts. 15-17 del Reglamento 44/2001.

⁴⁵⁸ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional del ámbito...”, *cit.*, p. 50

6.3. ELEMENTOS CONSTITUTIVOS DEL CONTRATO CELEBRADO CON CONSUMIDORES

El art. 15 establece las condiciones que han de estar presentes para considerar una de las partes como consumidor. La protección especial prevista en la disposición comunitaria ampara los contratos de venta a plazos de mercancías, los contratos de préstamo a plazos o de otra operación de crédito vinculada a la financiación de la venta de tales bienes y también los casos en los que la otra parte contratante ejerciere actividades comerciales o profesionales en el Estado Miembro del domicilio del consumidor o, por cualquier medio, dirigiere tales actividades a dicho Estado Miembro o a varios Estados Miembros, incluido este último, y el contrato estuviere comprendido en el marco de dichas actividades.

El primer tipo de relación contractual que establece es la venta a plazos de mercancía. La interpretación de esta figura jurídica el Tribunal de Justicia la hace de acuerdo con el principio jurisdiccional aplicado para todo el Reglamento de acuerdo con el que los conceptos adoptados en los art. 15-17 se han interpretar de forma autónoma⁴⁵⁹. El concepto de venta a plazos varía en cada uno de los ordenamientos jurídicos nacionales en función de los objetivos que persigue la ley interna. Las diferencias en los enfoques nacionales han obligado al Tribunal de Luxemburgo, con el fin de evitar errores a la hora de aplicar las disposiciones del Reglamento, a ofrecer una interpretación independiente, común para todos los Estados Miembros. En la Sentencia del caso *Bertrand v Paul Ott KG* el Tribunal declara que “el concepto de la venta a plazos de mercancías se entiende como una transacción en la que el precio se abona en varios plazos o está vinculada a un contrato de financiación”⁴⁶⁰.

⁴⁵⁹ *Shearson Lehmann Hutton Inc. contra TVB*, apartado 13; Sentencia del Tribunal de Justicia de 21 de junio de 1978, asunto 150/77, *Bertrand v Paul Ott KG*, Recopilación de Jurisprudencia 1978, edición especial española p. 421, *Benincasa*, C-269/95, Rec. p. I-3767, apartado 12

⁴⁶⁰ *Bertrand v Paul Ott KG*, apartado 20

Al mismo tiempo, en su Sentencia de 27 de abril de 1999 *Hans-Hermann Mietz contra Intership Yachting Sneek BV*, en el marco de un contrato relativo a la fabricación de una mercadería contra el pago de un precio que debe abonarse en varios plazos antes de la transmisión de la mercadería al adquirente, declara que “la única finalidad del número 1 del párrafo primero del artículo 13(ahora art.15) es proteger al comprador cuando el vendedor le ha concedido un crédito, es decir, que ha transferido al adquirente la posesión de la mercadería de que se trate antes de que éste haya pagado la totalidad del precio”⁴⁶¹. Así que, el Tribunal de Luxemburgo considera que la protección del art. 15.1 no ampara los contratos en los que el precio de la mercancía debe ser pagado en su totalidad antes de que se efectúe la transferencia de la propiedad⁴⁶².

La tutela de la letra a) del art.15.1 se aplicaría a los contratos de compraventa de valores negociables solo en el caso en el que éstos se consideran “mercancías”⁴⁶³. La normativa comunitaria que regula las transacciones de valores no emplea en ningún momento el término mercancías como sinónimo de participaciones societarias. Los valores negociables no se consideran mercancías y, por lo tanto, la letra a) del art. 15.1 no será aplicable a los supuestos de adquisición de valores⁴⁶⁴.

La letra b) de la misma disposición prevé que la competencia judicial internacional se determina por las normas del art. 15 cuando el tribunal competente ha de resolver un litigio relativo a un contrato de préstamo a plazos u operación de crédito vinculada a la financiación de la venta de tales bienes. El legislador tampoco establece que se ha de

⁴⁶¹ Sentencia del TJCE de 27 de abril de 1999 en el asunto C-99/96, *Hans-Hermann Mietz contra Intership Yachting Sneek BV*, apartado 31. El caso versa sobre un contrato que las partes califican como “contrato de compraventa” de acuerdo con cuyas cláusulas una de las partes se compromete a construir un yate a un modelo original con algunas modificaciones particulares y a transferir la propiedad a su contratante. La otra parte se comprometió a pagar el precio en cinco plazos. La transferencia definitiva de la propiedad se transferiría después de que el último pago haya sido realizado.

⁴⁶² En la doctrina, sin embargo, esta interpretación tan estricta que realiza el TJCE ha sido criticada. CARRILLO POZO, Luis Francisco, “Artículo 13”, *cit.*, p. 280. El autor, al analizar el supuesto considera que el concepto de venta a plazos ha de abarcar todos los tipos de operaciones que tienen la misma función.

⁴⁶³ FOSS, Morten/BYGRAVE, Lee A. “International consumer purchases...”, *cit.*, p. 106

⁴⁶⁴ Los motivos por los que los valores negociables no se consideran mercancías han sido expuestos en la Sección I, punto 3.1 del presente Capítulo

entender por “prestación de servicios”. Una interpretación de este concepto el TJCE hace en la Sentencia de 18 de diciembre de 1997 en el caso *Landboden-Agrardienste GmbH & Co. KG contra Finanzamt Calau*⁴⁶⁵. En el apartado 17 el Tribunal, al analizar la norma del art. 6 de la Sexta Directiva, declara que “*toda operación que no constituya la entrega de un bien debe considerarse como una prestación de servicios cuando sea de naturaleza económica y no pertenezca exclusivamente a la esfera privada*”. Como se puede apreciar, el órgano jurisdiccional ofrece una definición amplia que abarca todas las relaciones contractuales en los que el objeto de pacto es diferente de la entrega de un bien⁴⁶⁶. En el caso *Falco Privatstiftung y M. Rabitsch contra Weller-Lindhorst* el TJCE hace una interpretación más restrictiva y declara que “el concepto de servicios implica, como mínimo, que la parte que los presta lleve a cabo una determinada actividad como contrapartida de una remuneración”⁴⁶⁷. En este contexto, serán servicios de inversión las actividades relacionadas con la tenencia y el transfer de acciones anotadas en cuenta.

La estructura de las operaciones financieras de adquisición de valores está formada por tres partes (como mínimo)- el emisor, el/los intermediario/s y el inversor. El particular no puede realizar ninguna compra o venta de valores negociables en un mercado de capitales de forma directa, sin la participación de un intermediario que le proporcione los servicios de inversión. El asesoramiento y la ejecución de la operación de adquisición y/o administración y custodia se realizan siempre por un *broker* o *dealer*. El intermediario sí que está excluido de la protección de prevista en la Sección 4 del Reglamento, porque cumple

⁴⁶⁵ Sentencia del TJCE de 18 de diciembre de 1997, *Landboden-Agrardienste GmbH & Co. KG contra Finanzamt Calau*, Asunto C-384/95, Recopilación de Jurisprudencia 1997 página I-7387, Las partes actoras en este asunto discuten sobre la sujeción al impuesto sobre el volumen de negocios de una indemnización nacional para la extensificación de la producción de patatas. En 1990 el demandante recibe una indemnización por parte de Oficina de alimentación, agricultura y bosques, servicios administrativos del distrito de Calau a cambio de una reducción del 20% de su producción anual de patatas. En la declaración fiscal para dicho año la indemnización no se consideró sujeta al impuesto sobre el volumen de negocios. Al realizar una inspección el Finanzamt Calau consideró que la empresa beneficia de la indemnización ha de pagar el correspondiente impuesto.

⁴⁶⁶ LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, cit., p. 128

⁴⁶⁷ Asunto *Falco Privatstiftung y M. Rabitsch* contra *Weller-Lindhorst*, apartado 29

todos los requisitos que le convierten en un profesional. El broker es la persona que tiene la obligación de proporcionar la información completa sobre todos y cada uno de los elementos relevantes de la operación – sobre el emisor de los valores que se pretenden adquirir, la situación financiera de la empresa, el precio de compra, etc. Su responsabilidad es, también, advertir sobre los riesgos que supone la realización de la acción financiera.

La contratación con compañías que ofrecen servicios de inversión se puede realizar, o bien, de manera presencial, o bien, a distancia. La primera incluye los supuestos en los que ambas partes están presentes en el momento de la celebración del contrato. El segundo supuesto abarca los casos en los que las partes en el contrato se encuentran en lugares distintos y la celebración se realiza a través de un medio tecnológico de comunicación- teléfono, fax, correo electrónico, videoconferencia, etc. La letra b) y la primera parte de la letra c) del art. 15.1 del Reglamento amparan el primer tipo de esta relación contractual. La letra b) prevé el caso en el que el inversor tiene su domicilio en un Estado Miembro, pero, por razones diferentes – negocios, turismo, se desplaza en el territorio del Estado Miembro en el que opera el intermediario. Es allí donde se efectúa la celebración del contrato de servicios financieros. La letra c), por otro lado, prevé la situación en la que el intermediario es el que interviene en el mercado del consumidor y la contratación se realiza en este territorio. La segunda parte de la letra c) abarca el resto de las hipótesis de contratación de servicios financieros a distancia. Serán los supuestos en los que ambas partes se encuentran en lugares diferentes y la contratación se efectúa mediante un medio de comunicación.

La distinción se hace en función del papel que desempeña el consumidor en la relación contractual. En este aspecto, la actitud del cliente ante la oferta determina su calificación como consumidor pasivo o activo⁴⁶⁸. En el primer caso el empresario es él que se desplaza al mercado del consumidor y es allí donde éste último ha conocido la

⁴⁶⁸ HERRERO PEREZAGUA, Juan Francisco, *Jurisdicción y competencia...*, cit., pp. 32

oferta y ha celebrado el contrato. En el segundo supuesto, al contrario, el consumidor es la parte que tiene la iniciativa para la celebración del contrato. Él interviene en el mercado del oferente y es allí donde se celebra el contrato. Esta distinción se hace en relación con la determinación de la competencia judicial internacional en los contratos celebrados por Internet⁴⁶⁹.

En este contexto, se distinguen tres clases de páginas web-páginas interactivas, integrales y pasivas⁴⁷⁰. Las páginas pasivas son los sitios web que ofrecen tan solo información sobre la empresa de servicios de inversión. La contratación, en este caso, se hace a distancia empleando otros medios. Las páginas integrales son páginas activas que el demandado utiliza para intercambiar datos con las personas que se encuentran en el forum, para recibir órdenes y enviar mensajes a los clientes. El tercer tipo engloba las páginas interactivas que permiten al inversor conocer las características de la oferta y realizar la adquisición directamente desde la web. Una parte de la doctrina defiende la idea de que la calidad del consumidor- pasivo o activo, no ha de influir sobre la posibilidad de que éste busque defensa de sus derechos ante los tribunales del lugar de su propio domicilio⁴⁷¹. El medio que utiliza para realizar la adquisición o su posición de parte activa o pasiva en cuanto a la celebración del contrato, no influyen de ninguna manera sobre los aspectos que le determinan como consumidor. El inversor particular, tanto él que recibe la oferta en su buzón electrónico, como él que tiene la iniciativa en la búsqueda de información sobre la empresa de los servicios de inversión, es una persona física, que realiza una adquisición fuera de su ámbito profesional o comercial. En ambos supuestos el particular está interesado en invertir sus ahorros con el fin de obtener beneficios financieros. Para poder tomar una decisión relativamente objetiva, necesita el máximo de información sobre la

⁴⁶⁹ FOSS, Morten/ BYGRAVE, Lee A. "International Consumer Purchases...", *cit.*, p. 122, SCHU, Reinhard "The Applicable Law to Consumer Contracts made over the Internet: Consumer Protection through Private International Law?" *IJLIP*, 1997, 5, p. 210

⁴⁷⁰ RICE, Denis T., "Jurisdiction in Cyberspace: which law and forum apply to securities transactions on the Internet?", *U.Pa.J.Int'l Econ.L.*, Vol.21, N°3, pp. 585-656, p. 615

⁴⁷¹ La problemática relacionada con las particularidades de este tema se analiza con más detalle en el punto 2 de esta Sección

empresa que ofrece los servicios de inversión, la compañía que emite los valores, los detalles relativos al carácter y la adquisición de dichos instrumentos financieros, etc. Su actitud de parte activa o pasiva a la hora de conseguir dicha información se determina por el interés personal de prever las posibilidades de obtener el máximo de beneficios. La conducta del inversor, previa a la celebración del contrato, no es concluyente para determinar la competencia judicial internacional. El factor decisivo es la actitud de la empresa que promueve su propia actividad⁴⁷². El hecho de que celebra el contrato con un consumidor domiciliado en otro Estado Miembro puede calificarse como indicio claro de su intención de dirigir sus actividades al mercado de este país. La actividad comercial del oferente ha de estar dirigida al mercado del país en el que se encuentra el domicilio del inversor.

En el marco comunitario, el Tribunal de un Estado Miembro ha de aplicar el art. 15.1.c) del Reglamento 44/2001 cuando “la otra parte contratante ejerce actividades comerciales o profesionales en el Estado Miembro del domicilio del consumidor o, por cualquier medio, dirige sus actividades a dicho Estado Miembro o a varios Estados Miembros, incluido este último, y el contrato estuviera comprendido en el marco de dichas actividades.” La complejidad de la cláusula ha incentivado al Consejo y a la Comisión Europea a presentar una Declaración sobre los arts. 15 y 73 del R 44/2001 que se refiere a las intenciones futuras en

⁴⁷² FOSS, Morten/ BYGRAVE, Lee A. “International Consumer Purchases...”, *cit.*, pp. 125; GIULIANO, Mario/ LAGARDE, Paul. “Informe relativo a Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales”. *DO*, C 282 de 31 de octubre de 1980, pp. 24-25, Es muy ilustrativo y resulta oportuno en este contexto el ejemplo que se ofrece en el Informe de acuerdo con el que “*Si par exemple un Allemand conclut un contrat en répondant à une annonce publiée par une société française dans un journal allemand, ce contrat est couvert par la règle spéciale. Si par contre un Allemand répond à une annonce parue dans des journaux américains, même s'ils sont vendus en république fédérale d'Allemagne, la règle en question ne s'applique pas, à moins que l'annonce ne soit parue dans les éditions spéciales de ce journal destinées aux pays européens. Dans ce dernier cas, le vendeur aura effectué une publicité spéciale destinée au pays de l'acheteur*”. El Informe GIULIANO/ LAGARDE es anterior a la era de Internet. Sin embargo el ejemplo que ofrece se puede aplicar en toda regla a la contratación cibernética. El Informe hace referencia a las estrategias de captar clientes. En este contexto, el medio de comunicación es irrelevante. El anuncio, en el ejemplo concreto, está publicado en una revista. La era tecnológica no cambia los parámetros del anuncio, tan sólo el medio de distribución de éste.

torno a la incidencia del comercio electrónico⁴⁷³. La Declaración no está publicada de manera oficial, lo que determina el carácter indicativo de las declaraciones interpretativas que se hacen en el documento relativas a los art. 15 y 73. En la declaración se reconoce la importancia que desempeñan las transacciones electrónicas para el desarrollo del comercio nacional, comunitario e internacional. El Consejo y la Comisión subrayan que para aplicar el art. 15.1.c) no es suficiente que la compañía que ofrece sus productos o servicios vía Internet dirija sus actividades al Estado Miembro del domicilio del consumidor, sino que además, ambas partes han de celebrar un contrato basado en dicha oferta. En este contexto, se insiste en que el simple acceso a la página web de la empresa no conlleva automáticamente a la aplicación del art.15. Para poder fundamentar la competencia del órgano judicial de un determinado Estado Miembro sobre la base de este artículo, se requiere la presencia de dos circunstancias. En primer lugar, dicho sitio ha de contener una invitación a celebrar un contrato a distancia. En segundo lugar, se exige que efectivamente se haya realizado tal contratación por el medio que fuera. En cuanto a la lengua que se emplea en la página web, requisito que algunos órganos nacionales tienen en cuenta para determinar si la oferta está dirigida a su mercado nacional, la posición de las instituciones comunitarias es que el idioma en el que se realiza la oferta no es un elemento pertinente. La misma argumentación se aplica a las divisas – es irrelevante la moneda de cambio en la que se estipula el precio del producto o del servicio. Es decir, sólo porque el valor del producto o del servicio esta estipulado en dólares norteamericanos no significa que la competencia pertenece a los Tribunales estadounidenses⁴⁷⁴.

⁴⁷³ Decisión del Consejo y la Comisión Europea a los arts. 15 y 73, no publicada, sobre las futuras intenciones de torno a la incidencia del comercio electrónico en las reglas de competencia. *Legislación básica de Derecho Internacional Privado*, 17ª edición, septiembre 2007, Tecnos. AÑOVEROS TERRADAS, Beatriz, *Los contratos de consumo...*, cit., p. 92

⁴⁷⁴ Decisión del Consejo y la Comisión Europea a los arts. 15 y 73, “El Consejo y la Comisión son conscientes de que el desarrollo del comercio electrónico en la sociedad de la información facilita el crecimiento económico de las empresas. El derecho comunitario constituye una base esencial para que los ciudadanos, los operadores económicos y los consumidores puedan beneficiarse de las posibilidades que ofrece el comercio electrónico.

Consecuentemente, si el demandado- la empresa que promociona los servicios de inversión por Internet- está domiciliada en un Estado Miembro y la demanda se presenta ante un Tribunal comunitario, este órgano jurisdiccional determinará si dispone de competencia de acuerdo con la disposición del art. 15.1.c) cuando la compañía dirige y realiza sus actividades comerciales en el Estado en el que está domiciliado el consumidor. El mercado de este Estado es el punto de conexión entre el operador mercantil y el cliente. La relación, contractual o extracontractual, que tal encuentro crea, es el vínculo que otorga competencia judicial internacional al dicho órgano jurisdiccional.

En el marco comunitario la relación contractual entre el intermediario y un inversor- consumidor en cuanto a la prestación de servicios financieros a distancia se establece detalladamente en la Directiva 2002/65/CE. La normativa comunitaria tiene como objetivo garantizar el correcto trato por parte de los intermediarios a sus clientes, proporcionar un nivel suficiente de seguridad jurídica y, de esta forma, aumentar la confianza del consumidor en las nuevas técnicas de comercialización a distancia de servicios financieros⁴⁷⁵. La Directiva le proporciona al consumidor un plazo de reflexión para decidir si realizar la inversión o no. Se le permite, asimismo, renunciar al contrato si el precio del bien o servicios no está sujeto a fluctuación en el mercado financiero. La Directiva no prevé ninguna norma que determina la

Consideran que el desarrollo de nuevas técnicas de comercialización a distancia basadas en la utilización de Internet se funda en parte, en la confianza recíproca que pueda instaurarse entre las empresas y los consumidores. Uno de los elementos importantes de esta confianza es la posibilidad que el art. 16 del Reglamento ofrece a los consumidores de entablar posibles acciones ante los Tribunales del Estado Miembro en el que están domiciliados cuando el contrato celebrado por el consumidor está comprendido en el ámbito de aplicación del artículo 15.

El Consejo y la Comisión recuerdan a este respecto que para la letra c) del apartado 1 del artículo 15 sea aplicable, no basta que una empresa dirija sus actividades hacia el Estado miembro del domicilio del consumidor, o hacia varios Estados Miembros entre los que se encuentre este último, sino que además deba haberse celebrado un contrato en el marco de tales actividades. Esta disposición se refiere a varios métodos de comercialización, entre los que se encuentran los contratos celebrados a distancia a través de Internet.

En este contexto, el Consejo y la Comisión subrayan que el mero hecho de que un sitio web sea accesible no basta para que el art. 15 sea aplicable, puesto que se exige, además que dicho sitio invite a la celebración de contratos a distancia y que se haya celebrado efectivamente uno de estos contratos, por el medio que fuere. A este respecto, la lengua y la divisa utilizada por un sitio Internet no constituye un elemento pertinente. AÑOVEROS TERRADAS, Beatriz, *Los contratos de consumo...*, cit., p. 92

⁴⁷⁵ Directiva 2002/65/CE, considerado 5

competencia judicial internacional. Sin embargo, establece en el considerado 8 de la Exposición de Motivos que las disposiciones relativas a la información sobre cualquier cláusula contractual acerca del Derecho aplicable al contrato y/o la jurisdicción competente, previstas en el su texto no afectan de ningún manera a la aplicación de las normas del Reglamento 44/2001. El legislador comunitario ha incluido una disposición especial en la Exposición de los Motivos en la que de forma expresa hace referencia a las normas que determinan la competencia judicial internacional (el Reglamento 44/2001) y a las que establecen el mecanismo de determinación de la ley aplicable (Reglamento 593/2008 sobre la ley aplicable a las relaciones contractuales (Roma I) y el Reglamento 864/2007 relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales («Roma II»)). Dicha referencia, expresa y directa, hace indudable la intención del legislador. Sin embargo, la remisión a las normas que se han de aplicar para determinar el Tribunal competente y la ley aplicable se presenta de forma general. El texto de la Directiva tan sólo menciona las disposiciones en cuestión sin especificar de manera concreta las normas exactas que han de solucionar las controversias entre el intermediario y el cliente. A nuestro modo de ver, la indicación exacta de las disposiciones del Reglamento 44/2001, del Reglamento Roma I y del Reglamento no es necesaria. La Directiva regula las relaciones contractuales entre un particular y las empresas que ofrecen servicios de inversión a distancia. Se define, esto sí, de forma expresa, cuales son las partes en el contrato. El que contrata los servicios es una persona física que actúa con un propósito ajeno a su actividad comercial o profesional. Tal definición coincide en todos sus elementos con el concepto de consumidor al que se refiere la Sección 4 del Reglamento 44/2001. Por otro lado, el proveedor de los servicios financieros a distancia es *toda persona física o jurídica, privada o pública, que, en el marco de sus actividades comerciales o profesionales, preste los servicios contractuales a que hacen referencia los contratos a distancia*. Al mismo tiempo, en el anexo de la Propuesta de la Directiva se presentó una lista

de los posibles contratos que se incluyen el texto comunitario. Aunque no exhaustiva, la lista incluía los servicios a distancia en el marco de un contrato de compraventa de valores negociables. La presencia de estos elementos en el texto de la Directiva prueba que las normas que determinan la competencia judicial internacional en el marco de los contratos de compraventa de valores mobiliarios en los que una de las partes es una persona física, son las disposiciones de la Sección 4 del Reglamento 44/2001.

Los criterios comunitarios que determinan la competencia de los tribunales nacionales en materia de contratos de prestación de servicios financieros a distancia celebrados con consumidores se enriquecen por normas nacionales que especifican con más detalle los supuestos en los que sus órganos jurisdiccionales disponen de competencia. En Reino Unido las relaciones contractuales relativas a la compraventa de instrumentos financieros, y más en concreto la adquisición de valores negociables, se regulan en el *Financial Services Act (FSA)*⁴⁷⁶. Para la valoración de la oferta de compra, la autoridad nacional competente, analiza la presencia de determinados factores de acuerdo con la Sección 57(1) del FSA⁴⁷⁷. La norma en cuestión establece la prohibición de divulgar material publicitario de actividades financieras sin el previo permiso de la autoridad competente (*Financial Services Authority*). Las ofertas de compraventa de valores negociables realizada por Internet queda cubierta por la disposición de la Sección 57(1) FSA si contiene invitación o información dirigida a los inversores con el fin de establecer una relación contractual con ellos. Las autoridades británicas serán competentes para resolver cualquier conflicto siempre y cuando se

⁴⁷⁶ *Financial Services and Markets Act*, del 14 de junio de 2000, el texto completo se puede consultar en <http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2000/20000008.htm>; El FSMA modifica el *Financial Services Act* del 1986 y se incluyó la regulación de los bancos y de las compañías de seguros.

⁴⁷⁷ (1) Section 57 of the Act shall not apply to an investment advertisement issued or caused to be issued by a body corporate of the kind described in paragraph (2) below which - (a) relates to shares in or debentures of a private company; (b) contains no invitation or information which would make it an investment advertisement other than an invitation or information which it is reasonable to expect a person engaged in an activity of the kind described in that paragraph to give in the course of engaging in that activity; and (c) complies with the requirements of paragraph (3) of this article.

presentan las circunstancias previstas en la Sección 207 (3) del FSA. La disposición establece que serán tratados como emitidos en el Reino Unido todos los materiales publicitarios, editados fuera de territorio británico si están “dirigidas” o “son de fácil acceso” para las personas en Gran Bretaña por medio diferente de la prensa o los medios de comunicación cuya emisión se realiza fuera de su territorio. Sin embargo, la decisión de si emprender acciones contra estas personas la autoridad competente la toma al examinar los hechos en cada caso concreto, las circunstancias particulares y todos los factores relevantes. La valoración el órgano competente la hace sobre la base de unos determinados criterios establecido por la propia *Financial Services Authority* en las Directrices adoptadas en 1998⁴⁷⁸. Dicho documento en su apartado 16.b) prevé que todos los materiales calificados como “material publicitario de inversión” que circulan en el ciberespacio, se entiende a los efectos de la FSA, emitido en el Reino Unido si está dirigido o es de fácil acceso para las personas que residen en territorio británico⁴⁷⁹. La autoridad competente analiza el contenido del material publicitario y toma en consideración si el texto contiene declaraciones o advertencias que la oferta de los servicios financieros está dirigida sólo a los inversores domiciliados en los Estados mencionados en la página web o si excluye de forma explícita los mercados de países enumerados en una lista⁴⁸⁰. Se presta atención, asimismo, a los detalles de carácter técnico como el hecho de si las advertencias se encuentran en la página

⁴⁷⁸ Financial Services Authority *Treatment of material on overseas Internet World Wide Web sites accessible in the UK but not intended for investors in the UK*, de mayo del 1998, http://www.fsa.gov.uk/pubs/guidance/GR02_1998.pdf

⁴⁷⁹ In enforcement decisions on possible advertising contraventions the FSA will judge each case on its merits and take into account the particular circumstances and all relevant factors including, in particular, the following: (a) whether the Internet World Wide Web site was located on a server outside the UK; 5 (b) the extent to which the underlying investment or investment service to which the advertisement on the site related was available to UK investors who may respond to the advertisement, including the question whether the underlying investment or investment service is available to UK investors through other media; (c) the extent to which positive steps had been taken to ensure that UK investors did not obtain the investment service as a result of an advertisement having been issued over the Internet. This would include whether the person issuing or causing the investment advertisement to be issued had systems in place to ensure that the service could be received only by persons who may lawfully receive it (which would include, for example, an effective system⁶ for ascertaining the country of origin of an individual who attempts to open an account to purchase or to request further information regarding investment services on the site); (d) the extent to which any advertisement was directed at persons in the UK (see below);

⁴⁸⁰ Apartado 17

principal de la web o se accede a ellas a través de hyperlinks⁴⁸¹. Otro dato que se aprecia es si el lenguaje empleado en la página electrónica deje claro que la oferta no está dirigida a los inversores británicos⁴⁸². Asimismo, se tienen en consideración si el precio de los valores se estipula en libras esterlinas, si la página web se encuentra en el dominio “UK”, etc.

Las Directrices tienen como objetivo proteger a los particulares domiciliados en el Reino Unido siempre y cuando el interés de las empresas de inversión extranjeras está dirigido a la captación de los ahorros de los inversores nacionales. Las operaciones financieras son actividades reguladas- las empresas que ofrecen servicios de inversión han de disponer de un permiso emitido por la Financial Services Authority para poder operar en el mercado británico⁴⁸³. Por lo tanto, las personas jurídicas no pueden, en ejercicio de una actividad profesional, promocionar sus servicios o productos sin la previa autorización de la FSA⁴⁸⁴. Sin embargo, cuando el material publicitario de una empresa que opera fuera del Reino Unido, alcanza el mercado interno y es capaz de producir efectos en él, será tratado como una actividad nacional y se le aplicará las normativa británica.

En Holanda la competencia para supervisar y regular las actividades financieras en el mercado nacional se confiere a *Autoriteit Financiële Markten (Autoriteit-FM)*. Las normas que rigen la oferta y la distribución de los valores negociables se concentran en la *Wet toezicht effectenverkeer* 1995 (Ley relativa a la supervisión del comercio de valores)⁴⁸⁵. La autoridad administrativa ha elaborado varios actos que tienen como objetivo interpretar las disposiciones de la ley y regular la conducta de los actores en las operaciones financieras en el mercado holandés. En relación con la distribución de material publicitario por

⁴⁸¹ Apartado 17, (i) (ii)

⁴⁸² Apartado 17, (iii)

⁴⁸³ Financial Services and Markets Act, de 14 de junio de 2000, art. 22, Schedule 2

⁴⁸⁴ Art. 21 (1)

⁴⁸⁵ *Wet* – (Ley relativa a la supervisión del comercio de valores), del 16 de noviembre de 1995, última modificación – 21 del enero de 2006.

Internet de servicios de inversión la AFM ha publicado directrices en las que establece en detalle las situaciones en las que tendrá competencia para aplicar las disposiciones holandesas a la emisión, negociación y compraventa de valores negociables⁴⁸⁶. La emisión de valores y la promoción de servicios de inversión realizados por vía electrónica “en o desde Holanda” es objeto de supervisión por la autoridad administrativa siempre y cuando la actividad se desarrolle en los Países Bajos o esté dirigida a las personas domiciliadas en su territorio. En el documento se establece que el lugar desde el que el oferente realiza su actividad, es de todo irrelevante. La aplicación de la normativa holandesa depende de si los servicios de inversión están dirigidos al mercado holandés. El criterio “en o desde Holanda” tal y como establecen los art. 3 y 7 de la *Wte*, se aplica no sólo a las empresas financieras establecidas en los Países Bajos, sino también, a las compañías establecidas en un Estados extranjeros que operan en el mercado nacional. El órgano administrativo analiza los elementos esenciales de cada caso concreto y su vinculación con el mercado financiero interno. En el apartado 2 del Documento en cuestión se establecen los criterios que el órgano aplica en el estudio de la oferta de inversión, acentuando en la presencia de los siguientes factores: a) la falta de declaraciones expresas que la oferta no se dirige a los inversores domiciliados en Holanda; b) la ausencia de una lista de los Estados en cuyo mercado la compañía pretende operar; c) el empleo de la lengua holandesa; d) si se proporciona en la oferta información sobre el sistema nacional de impuestos; e) si el material publicitario ha sido enviado vía e-mail a personas que residen en su territorio; f) la información fiscal de otros Estados en relación con Holanda; g) cualquier referencia al Derecho nacional; h) la utilización de *hyperlinks* a través de los que el inversor puede acceder a páginas web desde los que puede adquirir directamente valores negociables.

⁴⁸⁶ Documento de la AFM N° 99-0003, de 18 de junio de 1999 relativo a la supervisión de la comercialización de valores en Holanda realizada por Internet. http://www.autoriteit-fm.nl/corporate/upl_documents/99-3%20Internet%20UK.pdf

El Banco Nacional de Holanda (*De Nederlandsche Bank- DNB*) ha publicado el 23 de julio de 1999 un documento de directrices sobre la promoción de las empresas que ofrecen servicios de inversión vía Internet⁴⁸⁷. De acuerdo con las disposiciones del DNB, el término “medios” abarca todos los medios electrónicos, incluido el Internet. El apartado 2 de la Sección I define el “Internet” como un método diferente de distribución de información electrónicamente, incluido el *World Wide Web*, e-mail, las video- conferencias, etc⁴⁸⁸. Se sostiene que las actividades comerciales afectan el mercado financiero holandés cuando la persona física o jurídica, utilizando una vía electrónica, dirige su iniciativa a las personas que residen o a las empresas establecidas en los Países Bajos⁴⁸⁹.

Las autoridades en Bélgica, por otro lado, emplean los mismos criterios en cuanto a las ofertas de servicios financieros que se realizan por Internet. La autoridad nacional de supervisión del mercado financiero - *Commission bancaire, financière et des Assurances* - publicó el 5 de mayo de 2000 una Circular sobre los servicios financieros vía Internet⁴⁹⁰. Las indicaciones de conducta de los intermediarios que promocionan su actividad por vía electrónica y la interpretación de algunos términos relacionados con este tema, se hacen respetando la legislación en vigor y más en concreto la Ley relativa al estatuto y el control de las empresas de inversión (*Loi relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement*)⁴⁹¹. La Comisión, en la formulación de

⁴⁸⁷ *Beleidsregel Media Wtk 1992, Nederlandse Staatscourant Van 23 Juli 1999 – NR 139, De Nederlandsche Bank NV, (Policy Rule For Media Under The Act On The Supervision Of The Credit System 1992)*, http://www.dnb.nl/dnb/home/file/hbwtk3210e_tcm47-146216.pdf

⁴⁸⁸ Apartado 2 de la Sección I “In this policy rule the term Internet is understood to mean the various methods to distribute information electronically, including the World Wide Web, bulletin boards, E-mail, the Personal broadcast network and push-media”. En versión original: “Onder de term Internet worden in deze beleidsregel verstaan de verscheidene methoden om informatie elektronisch te distribueren, waaronder het World Wide Web, bulletin boards, E-mail, het Personal broadcast network en push-media.”

⁴⁸⁹ Sección 5

⁴⁹⁰ *Commission bancaire, financière et des Assurances “Services financiers sur Internet : exigences prudentielles”*, de 5 de mayo de 2000, el texto del documento se puede consultar en la página web de la Comisión: http://www.cbfa.be/fr/ki/circ/pdf/dl_2000_2.pdf

⁴⁹¹ *Loi relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement*, del 6 de abril de 1995, última modificación – Real Decreto de 27 de abril de 2007. http://www.cbfa.be/fr/bo/wg/pdf/law_06-04-

su posición, hace referencia a la experiencia y el enfoque que emplean las autoridades de otros países acerca de las ofertas de servicios financieros realizadas por vía electrónica. Subraya que para determinar la competencia de los órganos administrativos o judiciales se valora si la oferta va dirigida a las personas que residen en el territorio de un determinado país, lo que es indicador que la propuesta de servicios de inversión tiene como objetivo producir efecto en dicho mercado⁴⁹². La valoración del material publicitario y del propósito de la oferta se hace en cada caso concreto. Estos requisitos se establecen de acuerdo con la normativa nacional belga– la Ley del 11 de enero de 1993 relativa a la prevención de la utilización de sistemas financieros con el fin de blanqueo de capitales⁴⁹³.

En Alemania, el legislador sigue la misma línea de argumentación. La protección de los inversores se prevé en *Wertpapierhandelsgesetz– WpHG* (Ley de comercio de valores) y se desarrolla en la Orden en relación con el Prospecto sobre la oferta de comercialización de valores⁴⁹⁴. Ambas normas se aplican siempre que la

1995.pdf; En el apartado B.9. del documento se establecen las reglas que han de respetar las empresas que ofrecen o proporcionan servicios de inversión en el mercado belga. Se prevé que los intermediarios tienen la obligación de seguir las disposiciones de interés general y cumplir las normas de conducta del Estado en cuyo territorio promocionan sus servicios.

⁴⁹² Apartado 30 Para evitar que el comportamiento de la empresa de servicios financieros esté mal interpretado, la Comisión belga especifica los criterios que han de estar presentes en la oferta como: a) las declaraciones expresas en la página web que especifican la zona geográfica a la que va dirigida la oferta y los métodos que se usarán para identificar los inversores de esta zona. Se requiere la existencia de elementos en el contenido de la web que no sean incompatibles con la zona geográfica a la que se enfoca la promoción- por ejemplo, si se declara que la oferta no incluye el mercado británico, que el precio del cualquier producto o servicio no ha de estar estipulado en libras esterlinas. Por otro lado, para poder acceder a los servicios de inversión, requiere el previo registro del inversor y el empleo de una contraseña para poder efectuar la contratación.

⁴⁹³ Ley de 11 de enero de 1993 relativa a la prevención de la utilización de sistemas financieros con el fin de blanqueo de capitales. (*Loi de 11 janvier 1993 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux*). Normas internas que interpretan las disposiciones de la ley se encuentran en la Circular de la Comisión del 3 de mayo de 1999 (*circulaire de la Commission bancaire et financière du 3 mai 1999 portant les instructions cordones relatives à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux, conformément à la loi du 11 janvier 1993, circulaire adressée aux établissements de crédit, aux entreprises d'investissement et aux sociétés de conseil en placements*.) De acuerdo con los art. 4 y 7 de la ley, la empresa de servicios de inversión tiene la obligación de verificar los datos personales de sus clientes exigiendo una copia de un documento oficial que certifica su identidad. En último lugar, se exige que los representantes de la empresa consulten a las autoridades locales que el contenido de la página web no infringe la normativa interna.

⁴⁹⁴ *Wertpapierhandelsgesetz – WpHG* (Ley de comercio de valores) del 9 de Septiembre 1998, Federal Law Gazette I, p. 2708, http://www.bafin.de/gesetze/wphg_en.htm , (texto original en: <http://www.bafin.de/gesetze/wphg.htm>) Orden en relación con el Prospecto sobre la oferta de

oferta se realiza en Alemania. La autoridad nacional de supervisión del mercado- *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*- ha publicado la Declaración del BAWe en relación con la Orden relativa al Prospecto sobre la oferta de comercialización de valores”, en la que interpreta las ofertas de adquisición de valores realizada por Internet⁴⁹⁵. En el punto 2 del documento se hace referencia a las “ofertas públicas” y las define como todo tipo de publicad realizada a través de los medios o mediante un correo directo dirigido a los particulares que les invita a adquirir valores. Se especifica, de forma expresa, que la reglamentación en cuestión, regula asimismo los supuestos en los que la oferta se hace a través de Internet (punto 2.b.). El órgano alemán de supervisión del mercado financiero establece que es completamente irrelevante el lugar desde el que ha sido cargado el mensaje o donde está situado el *Server* desde el que los datos pueden ser bajados. El hecho decisivo es si la oferta está dirigida a los inversores en Alemania. Se toma en consideración el uso de la lengua germana o la referencia a una persona, física o jurídica, domiciliada en territorio nacional. La Comisión determina de forma negativa en qué casos la oferta puede afectar el mercado interno. En primer lugar, el material publicitario en Internet no altera el ordenamiento interno si contiene advertencia en alemán puesta en un sitio visible en la página principal que, inequívocamente declara que los inversores en Alemania quedan excluidos. En segundo lugar, la oferta queda fuera del alcance de las autoridades germanas si, para poder realizar la adquisición de los valores, se exige una previa suscripción del inversor. El oferente, en el sentido del *Prospectus Act* es la persona responsables para la

comercialización de valores, del 9 de Septiembre 1998, *Federal Law Gazette I*, p. 2853, http://www.bafin.de/verordnungen/verkprospvo_en.htm (texto original en: <http://www.bafin.de/verordnungen/verkprospvo.htm>)

⁴⁹⁵ Declaración del *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* en relación con la Orden en relación con el Prospecto sobre la oferta de comercialización de valores del 13 de diciembre de 1990, http://www.bawe.de/bekanntmachungen/bek99_01e.pdf (texto original en: *Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel zum Wertpapier- Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz, in der Fassung der Bekanntmachung vom 09. September 1998 (BGBl. I S. 2701 ff.) und zur Verordnung über Wertpapier - Verkaufsprospekte (Verkaufsprospekt-Verordnung) in der Fassung der Bekanntmachung vom 09. September 1998 (BGBl. I S. 2853 ff.) vom 06. September 1999)* http://www.bawe.de/bekanntmachungen/bek99_01.pdf)

publicación de la oferta del emisor de los valores negociables. No siempre el oferente coincide con el emisor- él que realiza la oferta no es necesariamente él que emite los valores negociables⁴⁹⁶. En caso de una propuesta de servicios de inversión, el oferente es el intermediario que promociona sus prestaciones.

En España la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores se regula en la Ley 22/2007, del 11 de julio que transpone la Directiva 2002/65/CE⁴⁹⁷. Como normas jurídicas adicionales se aplican las disposiciones de la ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico que incorpora en el ordenamiento jurídico nacional la Directiva 2000/31/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, relativa a determinados aspectos de los servicios de la sociedad de la información, en particular, el comercio electrónico en el mercado interior⁴⁹⁸. Las actividades que se realizan quedan cubiertas por las normas de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Las empresas de servicios financieros pueden operar en el mercado español previa autorización del órgano supervisor administrativo- la Comisión Nacional de Mercado de Valores. Son empresas de servicios de inversión, según dispone el art. 1 del Real Decreto 217/2008, las entidades financieras cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión con carácter profesional a terceros⁴⁹⁹. La autorización de la creación de una empresa de servicios de inversión

⁴⁹⁶ Apartado 3

⁴⁹⁷ Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, *BOE* nº166, del 12 de julio de 2007, <http://www.boe.es/boe/dias/2007/07/12/pdfs/A29985-29991.pdf>

⁴⁹⁸ Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico, *BOE* nº166, del 12 de julio de 2002, <http://www.boe.es/boe/dias/2002/07/12/pdfs/A25388-25403.pdf>, Directiva 2000/31/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, relativa a determinados aspectos de los servicios de la sociedad de la información, en particular, el comercio electrónico en el mercado interior, *DO* L 178 de 17.7.2000, pp. 1/16

⁴⁹⁹ Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, *BOE* n. 41 de 16/2/2008, Páginas: 8706 – 8734, Referencia: 2008/02824

corresponde al Ministerio de Economía, a propuesta de la CNMV⁵⁰⁰. Para poder realizar actividades financieras en el mercado español, dichas compañías han de presentar ante la CNMV un programa de actividades que no puede ser modificado sin el permiso de la autoridad competente⁵⁰¹. La normativa en cuestión diferencia cuatro grupos de sociedades de servicios de inversión- las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las empresas de asesoramiento financiero. En el primer supuesto, por sociedades de valores el RD entiende todas las entidades que operan profesionalmente, tanto por cuenta ajena, como por cuenta propia. Las agencias de valores son las empresas de servicios de inversión que realizan actividades sólo por cuenta ajena, con o sin representación. El tercer grupo abarca las entidades que con carácter profesional, gestionan discrecional e individualizadamente carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores y realizan las actividades complementarias señaladas en los párrafos d) y f) del artículo 2.2 del RD⁵⁰². Las empresas de asesoramiento financiero son aquellas personas físicas o jurídicas que exclusivamente pueden prestar el servicio de inversión de asesoramiento en materia de inversión y pueden elaborar informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros. Las sociedades de valores están autorizadas a negociar por cuenta propia o ajena toda clase de valores e instrumentos con cualquier persona natural o jurídica, respetando los límites y los requisitos previstos en la Ley de Mercado de Valores⁵⁰³.

Las compañías que ofrecen servicios de inversión pueden promocionar su actividad y realizar la contratación de los servicios a distancia- vía electrónica, por fax, teléfono, videoconferencia, etc. Siempre y cuando la parte contratante de dicho servicio sea un consumidor el oferente, registrado y autorizado por la CNMV, ha de

⁵⁰⁰ Capítulo III del RD 217/2008, art. 12

⁵⁰¹ Capítulo II del RD 217/2008, arts. 9-11

⁵⁰² Art. 4

⁵⁰³ Art. 27

respetar las disposiciones de la Ley 22/2007. La normativa nacional se puede aplicar a operadores que no están establecidos en España. La normativa española se aplica y los órganos administrativos y judiciales tienen competencia cuando el proveedor de los servicios está establecido en España u opera mediante un establecimiento permanente situado en territorio español (art. 2.2 Ley 22/2007). La norma remite a la disposición del art. 2 de la Ley 34/2002, que establece que “el prestador de servicios está establecido en España cuando su residencia o domicilio se encuentra en el territorio español, siempre que éstos coincidan con el lugar en que esté efectivamente centralizada la gestión administrativa y la dirección de sus negocios. En otro caso, se atenderá al lugar en que se realice dicha gestión o dirección”. La normativa se aplica, asimismo, a los proveedores que operan a través de un establecimiento permanente, es decir, cuando el oferente dispone, “de forma continuada o habitual, de instalaciones o lugares de trabajo, en los que realice toda o parte de su actividad”⁵⁰⁴.

Las disposiciones nacionales se aplicarán, asimismo, en todos los casos en los que el operador de los servicios financieros tiene su domicilio o residencia en otro Estado, Miembro o no de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, y el consumidor, destinatario final de los servicios contratados, es una persona domiciliada en España⁵⁰⁵. El legislador nacional, como el resto de autoridades nacionales, determina su competencia y la aplicación de la normativa interna, valorando si la oferta, realizada por Internet, afecta de alguna manera el mercado español. Si los proveedores de servicios financieros dirigen su actividad al territorio español, significa que se someten a las disposiciones jurídicas nacionales y que aceptan la jurisdicción de los órganos administrativos o judiciales de este país.

Las normas de protección de los consumidores en los contratos de servicios financieros, previstas en la Ley 22/2007, tienen carácter

⁵⁰⁴ Ley 34/2002, art.2.2

⁵⁰⁵ Art. 2 apartado 4 y 5 de la Ley 22/2007 y el art. 3 de la Ley 34/2002

imperativo⁵⁰⁶. Se aplica siempre que el contrato presente vínculos estrechos con el territorio de un Estado Miembro del Espacio Económico Europeo. Se entiende que existe una vinculación estrecha cuando “el proveedor ejerciere sus actividades en uno o varios Estados Miembros del Espacio Económico Europeo o por cualquier medio de publicidad o comunicación dirigiere tales actividades a uno o varios Estados Miembros y el contrato estuviere comprendido en el marco de esas actividades” (art. 3).

Uno de los elementos distintivos del Internet es la posibilidad de los operadores de mantener su identidad o el país de residencias ocultos. Tal circunstancia en la oferta y la contratación financiera queda absolutamente prohibida. La empresa de servicios de inversión está obligada a proporcionar toda la información relevante que puede ser decisiva para el inversor. Al mismo tiempo, antes de la celebración del contrato el proveedor ha de verificar los datos personales y financieros del posible inversor. Antes de comenzar a operar, el cliente deberá identificarse con sus claves de acceso, según el procedimiento establecido por la entidad, que deberá figurar en el contrato suscrito por las partes. Los datos personales del cliente tienen como objetivo identificar la parte contratante en relación con la determinación del lugar de celebración del contrato. La Ley 34/2002 en su artículo 29, establece que “los contratos celebrados por vía electrónica en los que intervenga como parte un consumidor se presumirán celebrados en el lugar en que éste tenga su residencia habitual”.

A nivel interno, el legislador, en cada uno de los ejemplos mencionados anteriormente, emplea un criterio amplio pero objetivo para determinar si tiene competencia para resolver la controversia entre el oferente de servicios financieros y el consumidor. El factor decisivo es el vínculo que el contrato de servicios de inversión crea con un mercado determinado. Si la empresa de servicios de inversión dirige la oferta por Internet a los consumidores domiciliados en un Estado, se considera

⁵⁰⁶ Art. 3 de la Ley 22/2007

que acepta las normas que rigen el mercado financiero nacional. La actitud precontractual del consumidor no es un factor que determina la competencia de las autoridades nacionales. Es igualmente irrelevante si la información de las actividades promocionadas se hace de forma directa (a través de un mensaje personalizado en el e-mail del inversor) o indirecta (si se emplean elementos que pueden sugestionar que la oferta se dirige a los clientes que se encuentran en un mercado concreto). En cada uno de los ordenamientos jurídicos se toman en consideración elementos concretos – la lengua, datos explicativos de la legislación nacional, si el mensaje ha sido enviado directamente al buzón electrónico del inversor, etc. Todos ellos tienen como objetivo ayudar al órgano competente a decidir si la oferta está dirigida al mercado financiero interno, lo que determinaría su competencia para resolver la controversia en cada caso concreto.

6.4. *FOROS DE COMPETENCIA JUDICIAL INTERNACIONAL EN LOS CONTRATOS DE CONSUMIDORES*

Las reglas especiales para la determinación de la competencia judicial internacional en los contratos celebrados con consumidores se deben a las condiciones particulares del sujeto, titular de los derechos e intereses. La elevada protección que el legislador le proporciona proviene de su posición de parte más débil en una relación contractual en la que la otra parte contratante actúa en cumplimiento de sus objetivos comerciales y económicos. Las normas procesales, de igual manera que las disposiciones del Derecho material, intentan corregir la desigualdad inicial en el poder económico o el conocimiento jurídico entre los actores⁵⁰⁷. El desequilibrio en la posición entre el consumidor y el empresario, proveedor profesional de servicios de inversión, se compensa al establecer criterios de determinación de un tribunal que

⁵⁰⁷ HERRERO PEREZAGUA, Juan Francisco, *Jurisdicción y competencia...*, cit., pp. 50

limitan la libertad de las partes y centran la designación del órgano jurisdiccional en el lugar del domicilio del consumidor.

El planteamiento que da el legislador comunitario a la relación, caracteriza el enfoque especial de las normas de competencia judicial internacional en materia de consumidores y justifica la búsqueda de cercanía con el tribunal de la parte más desfavorecida. El poder económico y jurídico de la compañía de servicios de inversión y la imposición de condiciones contractuales sin la posibilidad de negociación inhabilita a la parte contratante, lo que motiva al legislador a proporcionar normas especiales de protección que favorezcan al consumidor y que tienen como finalidad reestablecer el equilibrio en la posición de ambas partes. En este sentido, en el aspecto procesal se introducen criterios que establecen la aproximación al tribunal del domicilio del consumidor como órgano competente para resolver las controversias. El *forum actoris* permite al consumidor, persona física que actúa fuera de su actividad profesional, buscar defensa de sus derechos e intereses sin que tenga que acudir necesariamente a los tribunales del domicilio del demandado.

La calificación del inversor- persona física que confía sus ahorros a una empresa de servicios de inversión con el propósito de obtener unos beneficios financieros de las transacciones en bolsa de valores negociables, como consumidor significa que puede buscar amparo de sus derechos en las normas de los arts. 15-17 del Reglamento 44/2001. En siguiente lugar, procede determinar cuáles serían los tribunales concretos competentes para resolver las controversias surgidas entre las partes del contrato. La Sección 4 establece los criterios específicos que se aplican para determinar el órgano jurisdiccional internacional.

El art. 16 permite al consumidor elegir el Tribunal ante el que presentar la demanda contra su co-contratante. Así que, el inversor puede buscar defensa de sus derechos ante los tribunales del Estado en el que él mismo está domiciliado. Puede, asimismo, si lo considera oportuno, presentar la demanda ante los órganos judiciales del Estado

en cuyo territorio se encuentra el domicilio de la empresa de servicios de inversión⁵⁰⁸. En ambos casos, el criterio se basa en la relación territorial que existe entre el consumidor y un determinado mercado. En la primera situación es la compañía de servicios de inversión la que dirige su actividad profesional al mercado en el que se encuentra el cliente. Consecuentemente, “es el mercado de conquista del empresario y, por lo tanto, éste último ha de soportar la posibilidad de ser demandado en los tribunales de este país”⁵⁰⁹. Por otro lado, la posibilidad de presentar la demanda ante los órganos judiciales de su domicilio se debe al hecho de que “es el mercado natural del empresario y, por lo tanto, éste último asume la posibilidad de ser demandado ante los tribunales de este país”⁵¹⁰.

El privilegio que tiene el inversor a demandar ante los Tribunales de su propio domicilio a su co-contratante es una de las excepciones de la regla general prevista en el art. 2 del Reglamento 44/2001. El criterio principal establecido en la normativa comunitaria que se aplica para determinar la competencia judicial internacional es el domicilio del demandado. Es decir, de acuerdo con el Reglamento, independientemente del país en el que radica, la parte interesada de una relación jurídica que presenta elementos extranjeros, puede buscar protección de sus derechos ante el Tribunal del lugar en el que se encuentra domiciliado el demandado. Condición indispensable para la aplicación de la normativa es que el demandado ha de residir en un

⁵⁰⁸ Se observa, en este supuesto, una diferenciación significativa entre el art. 16.1 del Reglamento y el art. 14.1 del Convenio de Bruselas/ Convenio de Lugano. La norma comunitaria atribuye competencia al “Tribunal del lugar en el que estuviera domiciliado el consumidor”, mientras que ambas normas convencionales designan como competentes “los tribunales del Estado contratante en que estuviera domiciliado el consumidor”. La diferencia entre dichas normas es notable y, sobre todo, significativa. En el primer caso, la disposición del art. 16.1 R 44/2001 es a la vez una norma de competencia internacional y territorial. No sólo determina los tribunales de que estado miembro tendrán jurisdicción para resolver la controversia entre el consumidor y el profesional, sino que designan el órgano concreto que ha de hacerlo. El empleo del término “lugar” muestra un enfoque más concreto y, sobre todo, directo. Mientras que la frase “los Tribunales de un Estado contratante” obliga a ir a las normas procesales del derecho interno del órgano ante el que está presentada la demanda, para determinar el tribunal territorialmente competente. Por lo que, el art. 14.1 (última frase) CB/CL determina tan sólo la competencia internacional. Si los tribunales españoles han de aplicar el CL, el juez debe ir al art. 50.1 de la LEC para verificar su propia competencia territorial.

⁵⁰⁹ FERNÁNDEZ MASÍA, Enrique, “Contratos de consumo...”, *cit.*, pp.16

⁵¹⁰ *Idem*

Estado Miembro de la Unión Europea y la demanda debe presentarse ante un órgano judicial del “territorio 44”. Si la demanda se presenta en el país en el que el demandante tiene su domicilio, este Tribunal carece de competencia⁵¹¹ El criterio general no es determinante cuando el objeto del litigio es una de las materias exclusivas previstas en el art. 22, cuando las partes se han subordinado a un determinado Tribunal, tal y como establece el art. 23, cuando las partes de forma tácita otorgan competencia de un órgano judicial, según el art. 24, en casos de litispendencia y conexidad (arts. 27 y 29). En dichos supuestos el Tribunal asignado dispone de competencia a pesar de que no es el Tribunal del Estado Miembro en el que está domiciliado el demandado.

En cuanto a los contratos celebrados con consumidores, el amparo que proporciona la Sección 4 será operativo tan sólo si el demandado tiene su domicilio en un Estado Miembro o si tiene en un Estado Miembro una sucursal, agencia o cualquier otro establecimiento. Si el inversor presenta la demanda ante los Tribunales del lugar en el que está establecida la compañía de servicios de inversión, la especial protección prevista en los arts. 15 a 17 producirá efectos sólo si tal domicilio está en el “territorio 44”. En tal caso, el demandado tendrá que asumir las consecuencias de una decisión judicial por operar en el mercado comunitario⁵¹². El empleo de un foro “exorbitante” en el Reglamento 44/2001 se justifica por la situación de desequilibrio entre las dos partes del contrato y el hecho de que el operador económico profesional interviene en el mercado interior⁵¹³. La utilización de este foro facilita el acceso del consumidor a los tribunales⁵¹⁴. El segundo factor de relevante importancia es que el

⁵¹¹ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional...”, *cit.*, p. 53; CARRILLO POZO, Luis Francisco, “Artículo 14”, en CALVO CARAVACA, A.-L., *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, Universidad Carlos III/ BOE, 1994, pp. 289-304, p. 293; FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/ SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado...*, *cit.*, pp. 76-77

⁵¹² ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional...”, *cit.*, p. 54; FERNÁNDEZ MASÍA, Enrique, “Contratos de consumo y competencia...”, *cit.*, p. 16

⁵¹³ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional...”, *cit.*, p. 54

⁵¹⁴ CARRILLO POZO, Luis Francisco, “Artículo 14”, *cit.*, p. 295; HERRERO PEREZAGUA, Juan Francisco, *Jurisdicción y competencia...*, pp. 59

empleo de foros alternativos tiene como objetivo “garantizar la solución más correcta al menos coste posible”⁵¹⁵.

Por otro lado, la posibilidad del inversor de demandar a la empresa de servicios de inversión ante sus propios Tribunales le beneficia directamente desde el punto de vista tanto económico, como jurídico. La ventaja económica es que el consumidor no se ve obligado a hacer un gasto innecesario para desplazarse, contratar asesoramiento jurídico, realizar traducciones, notificaciones y transmisiones al extranjero de documentos de diferente índole. Demandar ante los Tribunales del país en el que se encuentra su domicilio le proporciona, indudablemente, una mayor seguridad jurídica, al permitirle prevenir el comportamiento de la otra parte y la decisión de órgano jurisdiccional.

Al mismo tiempo, si el demandado es el consumidor cuyo domicilio se encuentra fuera de la Comunidad y la demanda se presenta ante este Tribunal, la protección prevista en los arts. 15-17 no produce efectos. En este caso, serán de aplicación las normas del Derecho autónomo del país en el que se presenta la demanda. En el supuesto contrario, los representantes de la empresa de inversión obligatoriamente han de presentar la demanda ante el Tribunal del Estado Miembro en el que estuviera domiciliado el inversor.

La tercera opción que tiene el consumidor, en el caso de que la compañía de servicios de inversión tenga su establecimiento principal fuera de la Unión Europea, es presentar la demanda ante los Tribunales del Estado en el que la entidad tiene una sucursal, agencia o cualquier otro establecimiento (art. 15.2 R44/2001). En este caso el lugar en el que está domiciliado el inversor carece de importancia. La competencia de dichos Tribunales se determinará por los arts. 15-17 del Reglamento

⁵¹⁵ HERRERO PEREZAGUA, Juan Francisco, *Jurisdicción y competencia...*, pp. 59, ob cit.

44/2001 incluso si el consumidor y la sucursal de la entidad financieras operan en el mismo mercado⁵¹⁶.

Sobre la base de la delimitación así presentada, los tribunales españoles serán competentes en los casos en los que el inversor está domiciliado en España y, o bien el/ella presenta una demanda contra su contratante, o bien es la parte demandada. Tendrán jurisdicción, asimismo, en los supuestos en los que la compañía de servicios de inversión o una sucursal, agencia o establecimiento de ésta, se encuentra establecida en España y resulta ser la parte demandada.

El art. 16 no opera cuando se presentan uno de los tres supuestos previstos en el art. 17 R 44/2001. La norma comunitaria prevé la posibilidad de que las partes elijan de forma expresa el Tribunal que ha de resolver la controversia. Tal pacto sería válido siempre y cuando se haga después del nacimiento del litigio, permitiendo al consumidor formular demandas ante tribunales, distintos de los indicados en el art. 16 o que, habiéndose celebrado entre un consumidor y un profesional domiciliados o con residencia habitual en el mismo Estado Miembro en el momento de la celebración del contrato, atribuyan competencia a los Tribunales de dicho país, a no ser que la ley de este Estado lo prohíba⁵¹⁷. En el primero y en el último supuesto se atribuye competencia a tribunales que de acuerdo con las disposiciones del Reglamento no tienen jurisdicción. Por otro lado, derogan la competencia de los Tribunales a los que hubiera correspondido resolver el litigio surgido entre el inversor y la compañía de servicios de inversión de no existir un acuerdo entre las partes. La letra b), por su parte, no excluye la posibilidad de que el ahorrador

⁵¹⁶ ARENAS GARCÍA, Rafael, "Tratamiento jurisdiccional...", *cit.*, p. 59-60; LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, *cit.*, pp.141-142. Consideraciones contrarias a esta tesis: Conclusiones del Abogado General Marco Darmon presentadas el 8 de junio de 1994, Asunto C-318/93, *Wolfgang Brenner y Peter Noller contra Dean Witter Reynolds Inc.*, Recopilación de Jurisprudencia 1994 página I-04275

⁵¹⁷ El art.17.1 R44/2001 habla de acuerdos posteriores al *litigio*. El empleo del término en ningún caso se puede interpretar de forma restrictiva en sentido de *pleito o proceso*. Más acorde con la finalidad de la norma es que por *litigio* se ha de entender el conflicto o la controversia que surge entre las partes.

pueda presentar la demanda ante uno de los Tribunales previstos en los arts. 15 y 16⁵¹⁸.

El precepto se rige por el principio de la autonomía de la voluntad. Sin embargo, este principio se basa en la igualdad entre las partes, condición que no está presente en los contratos celebrados con consumidores. En los contratos con consumidores uno de los contratantes carece del poder económico o la experiencia jurídica de las que goza el otro⁵¹⁹. Tal desigualdad justifica el régimen especial que se establece para la libertad de elección. La protección de la parte más débil tiene como objetivo prevenir y evitar el abuso de la empresa de servicios de inversión al imponer al inversor condiciones contractuales que éste último no pueda negociar.

La imposición de cláusulas de cualquier tipo que el inversor privado no puede modificar es contraria a la política comunitaria de protección de los consumidores y puede ser calificada como práctica abusiva de acuerdo con la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores.⁵²⁰ El art. 3 de la Directiva establece que son abusivas las cláusulas que no se hayan negociado individualmente sí, “pese a las exigencia de buena fe, causan en detrimento del consumidor un desequilibrio importante entre los derechos y obligaciones de las partes que se derivan del contrato. Se considerará que una cláusula no se ha negociado individualmente cuando haya sido redactada previamente y el consumidor no haya podido influir sobre su contenido, en particular en el caso de los contratos de adhesión”. En este sentido, en el texto del Anexo a la Directiva se establece una lista exhaustiva de posibles cláusulas que el legislador comunitario considera abusivos. De acuerdo con la letra q) del art.1 será contraria a la política de protección

⁵¹⁸ HERRERO PEREZAGUA, Juan Francisco, *Jurisdicción y competencia...*, cit., pp. 73 y sigs.

⁵¹⁹ CARRILLO POZO, Luis Francisco, “Artículo 15”, en CALVO CARAVACA, A.-L., *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, Universidad Carlos III/ BOE, 1994, pp. 305-318, p. 306

⁵²⁰ Directiva 93/13/CEE, del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, DO L 095 de 21.04.1993 pp. 29-34

de consumidores una disposición contractual que suprime u obstaculiza el ejercicio de acciones judiciales o recursos por parte del inversor- persona física. En particular, se consideran nulas las cláusulas que le obligan “a dirigirse exclusivamente a la jurisdicción de arbitraje no cubierta por las disposiciones jurídicas, que le limitan indebidamente en el tipo de pruebas, o le imponen la carga de una prueba que corresponda al empresario, según la legislación nacional aplicable”. Por lo tanto, quedan completamente prohibidas las cláusulas impuestas por la empresa de servicios de inversión que asignan unilateralmente el foro cuyo Derecho le proporciona a la entidad condiciones legales que responden con sus intereses o cumplen con sus objetivos y, de esta manera, obliga a la parte más débil a respetar y cumplir tales disposiciones. Para evitar un posible abuso y con el fin de proteger al inversor, el Reglamento 44/2001 en su art. 17.1 establece la legalidad de todo acuerdo de atribución de competencia a un determinado Tribunal que se celebra una vez surgida la controversia entre el ahorrador que invierte parte de su patrimonio y la compañía de inversión, siempre y cuando la elección sea beneficiosa para el consumidor⁵²¹.

La posibilidad prevista en la letra b) del art. 17 R 44/2001 otorga al consumidor la posibilidad de presentar la demanda ante Tribunales distintos de los previstos en la misma sección 4. A diferencia de lo previsto en la letra a), la disposición segunda del art. 17 establece la plena validez en el contrato principal de una cláusula de elección de órgano jurisdiccional que beneficia al inversor⁵²². La disposición contractual en la que se asigna competencia a un determinado Tribunal ha de prever de forma expresa y clara que el inversor dispone de la

⁵²¹ GUZMÁN ZAPATER, Mónica, “La prorrogación de competencias...”, *cit.*, p. 463 “sí la prorrogación se acuerda en el momento en que surgen las diferencias, el consumidor es más consciente y puede estar más preparado para negociar lo que más le convenga. Y en todo caso, psicológicamente de haya más capacitado para comprender el alcance de la eventual prorrogación que en el momento de la celebración del contrato, en el que se hallaba lejos de pensar en litigios y en el que, en último término, no le quedaba más alternativa que la de aceptar la cláusula o rechazarla”

⁵²² Sentencia del Tribunal de Justicia de 24 de junio de 1986, asunto 24/85, *Rudolf Anterist contra Crédit lyonnais*. Recopilación de jurisprudencia, apartado 15.

posibilidad de interponer la demanda ante el Tribunal que él mismo elige, sea uno de los previstos en el art. 16 o uno diferente.

La letra c) del art. 17 establece una protección para el profesional frente a un posible abuso por parte del consumidor. La norma general prevé que en caso de incumplimiento del inversor, la empresa que le proporciona los servicios de inversión está obligada a presentar la demanda ante los tribunales del domicilio del demandado. El ahorrador, sin embargo, puede, aprovechando las ventajas legales que le atribuye el Reglamento, cambiar de domicilio después de la celebración del contrato, pero antes del nacimiento del litigio. De esta manera consigue evitar que la controversia sea resuelta por los tribunales de un Estado Miembro que serían competente de no haber cambiado de domicilio. La ventaja con la que jugaría el inversor es contraria a los objetivos del Reglamento y, en general, con toda la política comunitaria de protección de los consumidores, como parte presumiblemente más débil y menos protegida.

SECCIÓN II. DERECHO AUTÓNOMO ESPAÑOL

1. ESTRUCTURA GENERAL

En los casos en los que las circunstancias del asunto no permiten la aplicación de la normativa comunitaria, ni tampoco sea de aplicación un convenio multilateral o bilateral, los participantes que realizan operaciones en los mercados financieros internacionales pueden buscar defensa de sus derechos e intereses de los Tribunales españoles sobre la base de la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial (LOPJ)⁵²³. Antes de entrar a analizar los supuestos concretos de aplicación de la LOPJ en relación con la tenencia y el transfer de participaciones societarias en los mercados internacionales, se hará una presentación de los principios generales, establecidos en la norma en cuestión. La exposición del marco general de la LOPJ se hace con el fin de completar el desarrollo de la problemática relacionada la determinación de la competencia judicial internacional de los tribunales españoles en los litigios que tienen como objeto la tenencia y transfer de participaciones societarias.

La dependencia de LOPJ de la existencia de normas internacionales que regulan la misma materia, determina el carácter subsidiario de las disposiciones españolas de competencia judicial internacional. Por otro lado, las normas de la LOPJ tienen carácter

⁵²³ ALONSO-CUEVILLAS Y SAYROL, Jaime, *La competencia jurisdiccional internacional de los tribunales españoles del orden civil*, Valencia Tirant lo Blanch 2006; AMORES CONRADI, Miguel Ángel, “La nueva estructura del sistema español de competencia judicial internacional en el orden civil: artículo 22 LOPJ”, *REDI*, vol. XLI, 1989, pp. 113-156; BORRÁS RODRÍGUEZ, Alegría, “Los criterios de competencia judicial internacional en materia civil contenidos en la LOPJ. Su aproximación al Convenio de Bruselas de 27 septiembre 1968”, *EDCE*, CGPJ, Madrid, 1989, pp. 265-296; CAMACHO ORTEGA, Juan de Dios, “La competencia judicial internacional de los juzgados y tribunales españoles en el orden civil: breves notas en torno al problema de la sumisión tácita” *La Ley*, 1991, tomo 3, p. 906; CORTÉS DOMÍNGUEZ, Valentín, “La nueva regulación de la competencia judicial internacional en materia civil (art. 21 y 22 LOPJ)”, *JRDP*, 1985, pp. 113-157; FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos, *Derecho Internacional Privado*, Capítulo II, pp. 88 y sigs.; GONZÁLEZ GRANDA, Piedad, *Extensión y límites de la jurisdicción española. Análisis sistemático del art. 22 de la Ley Orgánica de Poder Judicial*. Barcelona, 1992, M. Bosch Editor; OTEROS FERNÁNDEZ, Manuel, *Determinación de la competencia judicial internacional y territorial: sumisión tácita y declinatoria*, Córdoba: Manuel Oteros Fernández, 2002; MIGUEL ZARAGOZA, J. De, “Aspectos internacionales de la LOPJ”, *BIMJ*, año XL, núm.1441, 25 diciembre 1986, pp. 2375-2385; SENÉS MOTILLA, Carmen, “Sistema de competencia judicial internacional en el ámbito civil, el art. 22 LOPJ” *Justicia*, 1986, pp. 683-698; VIRGÓS SORIANO, Miguel, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit.

atributivo: indican los casos en los que los Tribunales españoles tienen competencia judicial internacional para resolver un litigio, y los casos en los que no disponen de la misma.⁵²⁴ Sin embargo, no señalan en qué circunstancias serán competentes los tribunales extranjeros puesto que no le corresponde al legislador español decidir sobre cuestiones que entran en el ámbito del Derecho público de cada Estado y son competencia exclusiva de sus órganos legislativos. La competencia de los Tribunales extranjeros se deriva de las normas de dicho Estado⁵²⁵.

En siguiente lugar, el legislador utiliza criterios de exclusividad para determinar la competencia de los tribunales españoles⁵²⁶. La atribución de la competencia judicial internacional se regula de forma positiva: se establecen sólo los supuestos en los que los tribunales españoles son competentes para resolver un concreto litigio, pero no se establecen los casos en los que no lo son. El empleo de criterios exclusivos significa que los litigios así previstos pueden ser resueltos solamente por los órganos jurisdiccionales a los que la ley ha otorgado esta tarea. La LOPJ no permite la exclusión expresa de la competencia de los órganos judiciales españoles.

El art. 22 LOPJ, a pesar de ser una norma del Derecho interno, no emplea criterios exorbitantes para atribuir competencia a los tribunales españoles. Llama la atención el hecho de que la nacionalidad de una persona no se establece como criterio para otorgar jurisdicción de los órganos judiciales internos, a diferencia de lo previsto en la

⁵²⁴ AMORES CONRADI, Miguel Ángel, "La nueva estructura...", *cit.*, p. 127; ARENAS GARCÍA, Rafael, *El control de oficio...*, *cit.*, pp. 31 y sigs.; CORTÉS DOMÍNGUEZ, Valentín, "La nueva regulación...", *cit.*, p. 778

⁵²⁵ Sentencia del Tribunal Constitucional núm. 61/2000, de 13 de marzo, en la que el TC: el Alto Tribunal declara en el punto 2 de los Fundamentos de Derecho que "cuando la resolución judicial aprecia falta de competencia internacional o de "jurisdicción" (según la terminología utilizada en el fundamento segundo del Auto de la Audiencia Provincial, y que es la empleada en el epígrafe del Título I del Libro I de la Ley Orgánica del Poder Judicial, que contiene las normas específicas reguladoras de dicha competencia), el señalamiento de otro órgano judicial como competente carece de sentido, pues equivaldría a ordenar a órganos jurisdiccionales de otro Estado soberano la resolución del fondo del asunto. Ello explica que la apreciación de la falta de competencia internacional se resuelva en la pura y simple ausencia de competencia, pero sin señalar órgano judicial alguno que pueda conocer de la resolución del asunto."

⁵²⁶ AMORES CONRADI, Miguel Ángel, "La nueva estructura...", *cit.*, p. 126; CORTÉS DOMÍNGUEZ, Valentín, "La nueva regulación...", *cit.*, p. 778

legislación francesa⁵²⁷. Consecuentemente, todo inversor, persona física o jurídica, que realiza operaciones bursátiles o adquiere acciones en los mercados españoles, independientemente de la nacionalidad que ostenta, puede acudir a los Tribunales españoles siempre y cuando se cumplen las condiciones previstas en el art. 22 de la Ley Orgánica de Poder Judicial.

Uno de los principios básicos establecidos en la LOPJ es el principio de tutela efectiva que permite a toda persona acceder al sistema judicial y a obtener de los Tribunales una resolución motivada. El derecho de acceso a la justicia tiene carácter general, es decir, toda persona, independientemente de su nacionalidad, puede buscar defensa de sus derechos ante los Tribunales españoles⁵²⁸. La competencia de los Tribunales españoles a resolver los conflictos surgidos entre extranjeros y españoles y extranjeros se determina en el art. 21 LOPJ: “Los Juzgados y Tribunales españoles conocerán de los juicios que se susciten en territorio español entre españoles, entre extranjeros y entre españoles y extranjeros con arreglo a lo establecido en esta Ley y en los tratados y los convenios internacionales en los que España sea parte”.

Para el ejercicio de sus poderes, la LOPJ les atribuyen determinadas competencias que proporcionan al inversor de forma posiblemente más amplia el derecho al acceso a la justicia. La Ley permite, asimismo, atribuir competencia a los órganos jurisdiccionales nacionales incluso en los casos no previstos en la LOPJ, en virtud del *forum necessitatis*, cuando, de las circunstancias que acompañan el asunto en concreto, se pueda deducir que presentan una cierta vinculación con España y la controversia no entra en las competencias de ninguno de los Tribunales de los Estados conectados con el

⁵²⁷ AMORES CONRADI, Miguel Ángel, “La nueva estructura...”, *cit.* p. 127, En cuanto a la legislación francesa, nos referimos al art.14 del Código civil que atribuye competencia a los tribunales de este país: “*L'étranger, même non résidant en France, pourra être cité devant les tribunaux français, pour l'exécution des obligations par lui contractées en France avec un Français ; il pourra être traduit devant les tribunaux de France, pour les obligations par lui contractées en pays étranger envers des Français.*”

⁵²⁸ STS TC 61/2000, en la que el TC reafirma la vinculación de las normas de competencia judicial internacional con el derecho a la tutela judicial efectiva. En este aspecto, mire, asimismo, el comentario de dicha Sentencia por CARBALLO PIÑEIRO, Laura, “Competencia judicial internacional y modificación de prestaciones de ejecución continuada: más allá de la Sentencia TC 61/2000”, *AEDIPR*, 2001, Tomo I, pp. 463-482. Sentencia TC 140/2006, del 8 de mayo

mismo⁵²⁹. Por los tanto, en defecto de un convenio internacional o bilateral o una norma comunitaria, el derecho a acceso a la justicia de todas las personas sea cual fuera su nacionalidad y siempre cuando presenta vinculación alguna con el territorio español, queda cubierto por el art. 22 LOPJ.

Los criterios de atribución de la competencia judicial internacional, previstos en el art. 22 LOPJ, se incluyen en el ordenamiento jurídico nacional con la adopción de la LOPJ. La normativa sustituye el art. 51 de la Ley de Enjuiciamiento Civil de 1881 que regulaba hasta este momento la competencia de los Tribunales españoles para resolver los litigios entre españoles, entre extranjeros y entre españoles y extranjeros⁵³⁰. La adhesión de España en la UE y la correspondiente ratificación del Convenio de Bruselas influyen notablemente sobre la reglamentación del sistema de atribución de jurisdicción de los Tribunales nacionales⁵³¹. La estructura del sistema general español presenta un parecido apreciable con la regulación homóloga en el Derecho comunitario. En este aspecto, una parte de la doctrina ha criticado tal semejanza al destacar la diferencia entre ambas normativas marcada principalmente por el objetivo que tiene cada una de las normas⁵³². La normativa comunitaria, que regula la materia en cuestión está destinada a distribuir la competencia judicial internacional entre los órganos jurisdiccionales de diferentes Estados

⁵²⁹ ÁLVAREZ GONZÁLEZ, Santiago, “Control de oficio de la competencia judicial internacional”, *RCEA*, vol. IV, 1987, pp. 67-79

⁵³⁰ Art. 51 LEC disponía que la jurisdicción ordinaria será la única competente para conocer de los negocios civiles que se suscitan en el territorio español entre españoles, entre extranjeros y entre españoles y extranjeros. Sobre el mismo tema, mire, ABARCA JUNCO, Iñigo, “Extensión y límites...”, *cit.*

⁵³¹ Sin embargo, la adopción de los arts. 21 y 22 LOPJ se efectuó antes de la ratificación del Convenio de Bruselas. ABARCA JUNCO, Iñigo “Extensión y límites...”, *cit.*; ALONSO-CUEVILLAS Y SAYROL, Jaime, *La Competencia jurisdiccional...*, *cit.*, p. 65 y sigs. El paralelismo entre el marco legislativo interno y las disposiciones comunitarias se afirma en la jurisprudencia española, en la Sentencia de Audiencia Territorial de Palma de Mallorca de 13 de octubre de 1988, en la que se expone que “la L.O.P.J. ha seguido el criterio de intentar, en la medida de lo posible, superar las dificultades que nuestra incorporación al Convenio de Bruselas podrá ocasionar, mediante la elaboración de un nuevo sistema, abandonando la arcaica concepción del artículo 51 L.E.C., con todas sus secuelas doctrinales y jurisprudenciales, y responde así a las exigencias de la integración española en la Europa Comunitaria”

⁵³² DÍEZ-PICAZO, Ignacio/ OLIVA SANTOS, Andrés de la, *Derecho procesal civil: el proceso de declaración*, 3ª ed., Madrid: Editorial Universitaria Ramón Areces, 2004, pp.70

Miembros de la UE⁵³³. Mientras que las disposiciones de la LOPJ tienen como finalidad determinar la competencia exclusiva de los tribunales españoles.

La doctrina está dividida acerca de si el art. 22 sigue el modelo jerárquico del Reglamento 44/2001 o tiene su propio sistema de aplicación. Algunos autores sostienen que la estructura del sistema de atribución de la competencia judicial internacional de los órganos jurisdiccionales españoles, establecido en el art. 22 LOPJ, sigue un modelo jerárquico y abarca todos los supuestos sea cual fuera el objeto del litigio⁵³⁴. Se afirma que los foros de competencia, previstos en sus cuatro apartados, están organizados en función de la materia, civil o mercantil, y según la relación que guarda el objeto del litigio con el territorio español. Se distinguen cuatro tipos de criterios que atribuyen competencia judicial internacional a los tribunales españoles: foros exclusivos, la autonomía de la voluntad, foros especiales y, en último lugar, el domicilio del demandado.

Los foros exclusivos son un número exhaustivo de supuestos cuya presencia asigna a unos determinados tribunales de forma exclusiva la competencia para conocer del asunto⁵³⁵. Cuando se dan las circunstancias previstas en el apartado 1 del art. 22, ningún órgano jurisdiccional diferente del establecido en el mismo, puede pronunciarse sobre el objeto del litigio. En segundo lugar en la estructura jerárquica

⁵³³ De la diferencia entre la normativa comunitaria y la LOPJ, AMORES CONRADI, en “La nueva estructura del sistema español...”, *cit.*, pp. 124, donde el autor hace una clara distinción entre la el carácter de las reglas de delimitación de la competencia del Convenio de Bruselas/ Reglamento 44/2001 y la LOPJ. Las primeras tienen un carácter distributivo, es decir, establecen los supuestos en los que los tribunales de un estado miembro pueden conocer del asunto. Las disposiciones nacionales, al mismo tiempo, tienen como objetivo determinar cual es el tribunal competente a resolver el litigio en cada caso concreto.

⁵³⁴ GONZÁLEZ GRANDA, Piedad, *Extensión y límites de la jurisdicción española...*, *cit.*, pp. 159 y sigs.; VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil Internacional*, *cit.*, p. 115

⁵³⁵ La decisión del legislador de atribuir con carácter exclusivo la competencia de los tribunales españoles ha sido rigurosamente criticada por la doctrina. GONZÁLEZ GRANDA, Piedad, *Extensión y límites de la jurisdicción española...*, pp. 161 y sigs.; GONZÁLEZ GRANDA, Piedad, Comentarios a la nueva ley de enjuiciamiento civil, AA.VV., coord. por CORTÉS DOMÍNGUEZ, Valentín; MORENO CATENA, Víctor, *La nueva ley de enjuiciamiento civil*, V.1. Sujetos y actuaciones del proceso; Las costas procesales, Madrid Técnos, 2000, pp. 414; ALONSO-CUEVILLAS Y SAYROL, Jaime, *La competencia jurisdiccional internacional...*, *cit.*, pp. 75 y sigs. Los autores sostienen que la atribución de las competencias exclusivas es un método típico para las normas bilaterales o multilaterales, pero queda inapropiado como técnica para determinar la competencia territorial de los tribunales nacionales.

de la norma se sitúa la autonomía de la voluntad de las partes en un litigio. La concordancia de la normativa española en materia de competencia judicial internacional con las disposiciones comunitarias homólogas, permite a las partes en un litigio someterse expresa o tácitamente, a los juzgados o tribunales españoles independientemente de si el demandado está domiciliado o no en España. Los foros especiales, por su parte, son una serie de supuestos que operan incluso cuando el demandado está domiciliado fuera de España pero las circunstancias del asunto guardan alguna relación con el territorio español. Tal cúmulo de condiciones atribuye competencia judicial internacional a los tribunales nacionales. A falta de alguna de las circunstancias previstas en los primeros tres apartados del art. 22, se activa el foro general, de acuerdo con el que los órganos judiciales españoles tendrán competencia para resolver la controversia, si el demandado tiene su domicilio en territorio nacional.

Otra parte de la doctrina sostiene que la estructura jerárquica del Reglamento 44/2001 no se puede aplicar al art. 22 LOPJ⁵³⁶. Se afirma que al atribuir al modelo de organización del art. 22 un carácter jerárquico, significa otorgar prioridad a los foros exclusivos y a falta de estos acudir a los foros generales y “sólo si éstos no fueran operativos, trataría de determinarse la competencia de los Tribunales españoles en base a los foros especiales por razón de la materia, aplicables “en defecto de los criterios precedentes”. Sin embargo, al tratarse de normas unilaterales, lo cierto es que cualquiera de los foros expuestos atribuye, por igual, competencia judicial internacional a los Tribunales españoles, por lo que difícilmente cabe hablar de “jerarquía” entre los foros”⁵³⁷.

Se observa, en cuanto a la técnica empleada por el legislador en el art. 22, una mezcla de términos jurídicos que, en función de las circunstancias del caso, puede llegar a provocar una cierta confusión. Llama la atención en todos los apartados de la norma en cuestión, que

⁵³⁶ FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/ SANCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado...*, cit., p. 92

⁵³⁷ *Idem*

el legislador, para determinar la competencia judicial internacional de los tribunales españoles, hace referencia tanto al *domicilio*, como a la *residencia* o a la *residencia habitual* de alguna de las partes. El empleo conjunto de estos términos ha sido criticado por la doctrina debido a que el concepto de domicilio no coincide necesariamente con el concepto de residencia o de residencia habitual⁵³⁸. El desacuerdo viene motivado por el hecho de que se trata de normas procesales cuyo objetivo es designar el tribunal español competente en cada caso concreto. Como normas procesales, tienen un significado distinto del que da a las normas del Derecho civil o del Derecho administrativo. El *domicilio*, a efectos procesales, no es el lugar en el que realmente vive una persona física o la oficina de una empresa. Es más, es el lugar que jurídicamente vincula a la persona con el territorio de un Estado y la permite ejercer determinados derechos y cumplir las correspondientes obligaciones⁵³⁹. Desde el punto de vista puramente procesal, tal y como dispone el art. 155.3 LEC, es la dirección que cada persona indica a efectos de notificación procesal, independientemente de cual es el sitio en el que realmente reside.

En cuanto al término *residencia*, éste se emplea para indicar el lugar en el que normalmente habita la persona. No es un término procesal, a pesar de que el legislador lo utiliza en el art. 22 LOPJ como criterio para determinar la competencia judicial internacional. El modismo tiene, sin embargo, relevancia significativa en la normativa española de extranjería. El término se emplea y determina en la Ley Orgánica 4/2000, de 11 de enero, sobre derechos y libertades de los extranjeros en España y su integración social⁵⁴⁰. El art. 31 bis RD establece que “son residentes los extranjeros que se encuentren en España y sean titulares de una autorización para residir.” Si se aplica este concepto de residente a la parte demandada en un litigio para

⁵³⁸ CORTÉS DOMÍNGUEZ, Valentín, “La nueva regulación...”, *cit.* pp. 782-784

⁵³⁹ ÁLVAREZ ÁLVAREZ, Henar, *Régimen jurídico del domicilio...*, *cit.*, pp. 178 y sigs.; AMORES CONRADI, Miguel Ángel, “La nueva estructura...”, *cit.* p. 129; CORTÉS DOMÍNGUEZ, Valentín, “La nueva regulación...”, *cit.* pp. 782-784

⁵⁴⁰ Real Decreto 2393/2004, de 30 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley Orgánica 4/2000, de 11 de enero, sobre derechos y libertades de los extranjeros en España y su integración social, BOE nº 6, de 7 de enero de 2005, p. 485

determinar cuales son los tribunales competentes, esto reduciría notablemente el alcance del art. 22 LOPJ. Es decir, los tribunales españoles tendrán jurisdicción para conocer del litigio sola y exclusivamente si la persona demandada se encuentra en España siendo titular de una autorización de residir. Tal interpretación resulta innecesariamente restrictiva y no creemos que ésta haya sido la intención del legislador. Sin embargo, la conexión entre ambas normas es inevitable, ya que en los dos casos quedan afectados los derechos e intereses de personas de nacionalidad distinta de la española y a pesar de que el art. 22 LOPJ es una norma procesal y el art. 33 bis Ley 4/2000 tiene carácter administrativo.

En este contexto, tiene relevancia el art. 40 CC que expresamente establece que “para el ejercicio de los derechos y el cumplimiento de las obligaciones, el domicilio de las personas naturales es el lugar de su residencia habitual, y en su caso, el que determine la Ley de Enjuiciamiento Civil” (art. 50 LEC)⁵⁴¹. De acuerdo con esta norma el domicilio es el lugar en que la persona física reside habitualmente. Es decir, se distinguen dos elementos: el hecho de residir en un lugar y la intención o propósito de hacerlo de modo permanente⁵⁴². Consecuentemente, el criterio del domicilio en relación con la determinación de la competencia judicial internacional se aplica a todas las personas que residen de forma permanente en el territorio español, independientemente de si ostentan nacionalidad española o no y, en caso de extranjeros, si tienen o no permiso de residencia de acuerdo con el la Ley Orgánica 4/2000.

⁵⁴¹ ÁLVAREZ ÁLVAREZ, Henar, *Régimen jurídico del domicilio...*, cit.; ALBALADEJO García, Manuel/ PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, Manuel, “Artículos 40 y 41”, en ALBALADEJO, Manuel, DIEZ ALABART, Silvia, *Comentarios al Código Civil*, Edersa, 2004, 2ª edición

⁵⁴² *Idem*

2. LA LOPJ Y LOS CONFLICTOS EN RELACIÓN CON LA CONSTITUCIÓN, VALIDEZ, NULIDAD O DISOLUCIÓN DE SOCIEDADES O PERSONAS JURÍDICAS

La adopción de la LOPJ se inspira en el Convenio de Bruselas y, a pesar de seguir una estructura diferente, respeta los principios establecidos en las normas comunitarias y, en ocasiones, copia las soluciones previstas en las mismas. El deseo del legislador nacional a la hora de adoptar las disposiciones era modernizar la normativa interna y acercarla lo máximo posible a las disposiciones comunitarias. La indudable semejanza entre las normas internas y las comunitarias no significa necesariamente igualdad en la resolución de las controversias entre los inversores y las compañías de servicios de inversión. En algunos de los supuestos, previstos en la LOPJ, el legislador español, para determinar el tribunal competente, ha elegido una regulación propia que se diferencia en menor o mayor grado de lo previsto en el Convenio de Bruselas/ Reglamento 44/2001⁵⁴³.

En primer lugar, se observan diferencias en la manera de estructurar el segundo supuesto que activa las competencias exclusivas de los tribunales españoles⁵⁴⁴. El art. 22.1 LOPJ establece que los tribunales españoles disponen de competencia exclusiva a conocer de

⁵⁴³ Otro rasgo distintivo de las disposiciones de la LOPJ es la deplorable organización de los diferentes supuestos que determinan la competencia de los tribunales españoles. Tal presentación dificulta significativamente la exposición de los diferentes criterios. La decisión de seguir la estructura de la normativa comunitaria habría sido más acertada respetando la forma de presentación de tales disposiciones. El Reglamento 44/2001 en su Sección 6 prevé los supuestos que determinan el carácter exclusivo de la jurisdicción internacional de los tribunales de un estado miembro. Cada uno de los cinco supuestos, que regula una materia específica, se distingue de los demás visual y estructuralmente. El art. 22.1 R 44/2001 regula la materia de derechos reales, el apartado 2, la materia de validez, nulidad o disolución de sociedades, el apartado 3 hace referencia a las inscripciones en los registros públicos, el apartado 4 trata los patentes, marcas diseños y modelos y, por último, el apartado 5 se refiere a la ejecución de las resoluciones judiciales. Una organización tan clara permite al lector o analista a hacer referencias exactas y directas al punto concreto sin la necesidad de repetir cada vez la materia que es objeto de análisis. La LOPJ regula exactamente las mismas materias, pero formalmente los agrupa en un mismo apartado sin ofrecer la distinción estructural apropiada. La manera de organización empelada en el art.22 LOPJ obliga al investigador repetir constantemente la materia sobre la que se enfoca el análisis cada vez que hace referencia alguna a la misma. La constante alusión convierte el estudio en un texto bastante repetitivo, hecho que puede entorpecer notablemente su fluidez. Resulta difícil de comprender la lógica legislativa empelada en el art.22 LOPJ sobre todo al fijarse en la presentación del art. 23, en el que se destaca la perfecta distinción entre los diferentes apartados. A la hora de elaborar la LOPJ el legislador español podría haber respetado la técnica legislativa comunitaria y estructurar mejor las disposiciones de la norma en cuestión.

⁵⁴⁴ Se hace referencia expresa a esta parte del artículo 22.1 LOPJ por el posible vínculo que presenta con el tema del estudio.

los litigios “en materia de constitución, validez, nulidad o disolución de sociedades o personas jurídicas que tengan su domicilio en territorio español, así como respecto de los acuerdos y decisiones de sus órganos”⁵⁴⁵. Así formulada la disposición en cuestión parece tener un ámbito de aplicación bastante amplio. La falta de precisión técnica puede provocar una interpretación más extensa según cual el apartado abarca tanto los actos constitutivos de la sociedad, como las decisiones y acuerdos de sus órganos en general. El legislador nacional tan sólo enumera los casos que activan la competencia exclusiva de los tribunales españoles, pero no vincula técnicamente las decisiones y los acuerdos de los órganos de la sociedad con la constitución, la validez, la nulidad o la disolución de la persona jurídica. En este caso ¿Cuáles serán los límites de una interpretación amplia a la que incita la inexacta formulación del apartado? Y, en el caso de que la norma tiene un alcance absoluto, ¿significa esto, que el inversor, persona física o jurídica, que ha confiado su capital a una compañía de servicios de inversión y no está de acuerdo con la decisión que han tomado los órganos de la sociedad en relación con la realización de dicha inversión, está obligado a presentar la demanda ante los tribunales españoles sólo porque la sociedad tiene su domicilio en territorio español? Interpretar la norma de forma tan extensa resulta abusivo y no está justificado por varios motivos. En primer lugar, a la hora de interpretar las normas jurídicas se ha de tomar en consideración la intención del legislador. En el caso concreto, el apartado segundo del art. 22.1 LOPJ se inspira de la normativa comunitaria y resulta casi idéntico con el art. 22.2 Reglamento 44/2001. Por lo tanto, tiene el mismo alcance que su homólogo. El art. 22.2 R 44/2001 pretende proporcionar un mayor grado de seguridad jurídica al vincular expresamente las decisiones y acuerdos constitutivos de la persona jurídica con los tribunales del Estado en el que se encuentra su domicilio. La razón es obvia, las decisiones de los órganos administrativos relacionados con la

⁵⁴⁵ Mientras que la norma comunitaria correspondiente prevé la competencia judicial internacional “en materia de validez, nulidad o disolución de sociedades y personas jurídicas, así como en la validez de las decisiones de sus órganos”.

constitución, validez, nulidad o disolución de la sociedad son objeto indudable del Derecho de sociedades. Se perjudicaría enormemente la seguridad en el tráfico internacional si se permitiera que los tribunales de un Estado Miembro analizaran la validez de los acuerdos y decisiones constitutivos de una sociedad domiciliada en otro Estado⁵⁴⁶. La sociedad es un conjunto de relaciones jurídicas y el objetivo del art. 22.2 R/44 es centralizar todas ellas en un mismo Estado⁵⁴⁷. Por esto el legislador comunitario ha elegido atribuir de forma exclusiva la competencia de los tribunales del Estado en el que se encuentra la sede social o la administración central de la sociedad. En segundo lugar, la elaboración del contrato societario sigue los requisitos de la normativa interna. Por lo tanto, corresponde a los órganos jurisdiccionales del Estado en el que ha sido registrada la persona jurídica, valorar la legalidad de las decisiones constitutivas o declarativas de sus órganos.

Si la adopción de la LOPJ se basa en la normativa comunitaria, la interpretación del art. 22.1 LOPJ en su parte que corresponde al tema así expuesto, sería lógico y justo que se haga en la misma línea de razonamiento. Por lo tanto, la interpretación que dicho precepto exige es notablemente más restringida y se limita tan sólo a las cuestiones relativas a la constitución, validez, nulidad o disolución de la persona jurídica y a las decisiones y acuerdos de los órganos administrativos de la sociedad relacionados de forma directa con dichos supuestos.

3. AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD

3.1. SUMISIÓN EXPRESA

Los tribunales españoles tendrán competencia para conocer del litigio entre un cliente, persona jurídica, y la empresa de servicios

⁵⁴⁶ VIRGÓS SORIANO, Miguel, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil Internacional...*, cit., pp. 265. En cuanto al concepto de domicilio de la sociedad, de acuerdo con el art. 60 R 44/2001 “para determinar dicho domicilio, el tribunal aplicará sus normas de derecho internacional privado”.

⁵⁴⁷ *Idem*.

financieros siempre cuando las partes lo establezcan de manera expresa en una cláusula en el contrato. La posibilidad de las partes de someterse a los tribunales españoles está prevista en el art. 22.2 LOPJ⁵⁴⁸. El pacto de elección del tribunal español realizado entre contratantes iguales responde al principio de autonomía de la voluntad y tiene un efecto positivo o prorrogatorio. En un contrato de servicios de inversión, por ejemplo, entre un inversor japonés y una empresa de mediación con sede social en Australia en el que las partes establecen una cláusula con la que someten todos los conflictos que pueden surgir a lo largo de su relación a los tribunales españoles, el efecto positivo o prorrogatorio consiste en que tal pacto atribuye competencia judicial internacional a los tribunales españoles⁵⁴⁹.

En la LOPJ no se especifican los casos en los que se admite la legalidad de tales pactos, ni tampoco las condiciones de forma o de fondo que ha de respetar dicha cláusula de elección. La deficiencia del legislador destaca de nuevo, esta vez en relación con la regulación de la “*prorrogatio fori*”. La falta de reglamentación obliga acudir a las disposiciones preliminares de la ley y verificar las intenciones del legislador. Es cierto que la LOPJ está inspirada en la normativa comunitaria que regula este tema, pero esto no significa que para cada supuesto en que falta una regulación medianamente decente en la normativa interna, se ha de hacer una analogía obligatoria con las normas del Convenio de Bruselas o el Reglamento 44/2001. Además, si durante los primeros años de adopción de la disposición del art. 22 LOPJ se podría comprender, hasta un cierto punto, la falta de técnica legislativa, con el paso del tiempo tal deterioro resulta incomprensible y es, lamentablemente, clara muestra o bien, de inmadurez legislativa, o bien, de falta de interés por parte del legislador de rectificar dicha

⁵⁴⁸ ALONSO-CUEVILLAS Y SAYROL, Jaime, *La competencia jurisdiccional internacional...*, cit., pp. 84 y sigs.; AMORES CONRADI, Miguel Ángel, “La nueva estructura...”, cit., pp. 134 y sigs.; CORTÉS DOMÍNGUEZ, Valentín, “La nueva regulación...”, cit., pp. 791 y sigs.; FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado.*, cit., pp. 93, GONZÁLEZ GRANDA, Piedad, *Extensión y límites de la jurisdicción española...*, cit., pp. 232 y sigs.; VIRGÓS SORIANO, Miguel, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil Internacional...*cit., pp. 301

⁵⁴⁹ VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil Internacional...*cit. pp. 302

imperfección y ofrecer una regulación clara y detallada que no causa problemas a la hora de su interpretación y aplicación.

Parte de la doctrina propone valorar la validez de la cláusula de sumisión de acuerdo con las disposiciones del art. 23 Reglamento 44/2000⁵⁵⁰. Esta sería una solución lógica, teniendo en cuenta la indudable y directa influencia de la normativa comunitaria sobre la LOPJ. La aplicación por analogía de los requisitos del art. 23 R44/2001, al mismo tiempo, evitaría la dualidad de criterios de valoración de los pactos que atribuyen competencia judicial internacional a los tribunales españoles⁵⁵¹. Se afirma que los requisitos de forma previstos en el art. 23 Reglamento 44/2001 no sólo se pueden emplear por analogía, sino que “son aplicables a las cláusulas que queden fuera de su ámbito de aplicación”⁵⁵². El objetivo de dichos requisitos es garantizar la validez del pacto de elección de tribunal, así como “proteger la confianza legítima de las partes.” Estos dos argumentos resultan, también, aplicables en el caso concreto del art. 22.2 LOPJ.

No se debe olvidar, sin embargo, que se trata de una norma jurídica interna de DIPr. que opera siempre y cuando no hay un convenio multilateral o bilateral que resulta aplicable al litigio. El juez español para poder pronunciarse sobre el fondo del asunto, necesita primero determinar si dispone de jurisdicción o no. La competencia judicial internacional se la atribuye la cláusula pactada por las partes en un contrato de transacción de valores. La validez jurídica de dicho pacto es el elemento clave para que el tribunal pueda conocer del asunto. Para poder hacer la valoración en el caso concreto, es más lógico que el juez español aplique normas nacionales o, en caso de ausencia de tales, los principios que rigen la materia en cuestión. Consecuentemente, si falta regulación alguna en la LOPJ de los requisitos de forma de las cláusulas en el contrato que atribuyen

⁵⁵⁰ ALONSO-CUEVILLAS Y SAYROL, Jaime, *La competencia jurisdiccional internacional...*, cit., pp. 86; ESPLUGUES MOTA, Carlos, *Derecho Internacional Privado*, cit., p. 85; VIRGÓS SORIANO, Miguel/GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., pp. 302

⁵⁵¹ AMORES CONRADI, Miguel Ángel, “La nueva estructura...”, cit., p. 136; ESPLUGUES MOTA, Carlos, *Derecho Internacional Privado*, cit., p. 85

⁵⁵² VIRGÓS SORIANO, Miguel/GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit. pp. 302

competencia a un determinado tribunal, se podría subsanar o, mejor dicho, cubrir tal imperfección, aplicando el art. 55 LEC⁵⁵³. Dicha norma establece que “se entenderá por sumisión expresa la pactada por los interesados designando con precisión la circunscripción a cuyos tribunales se sometieren”. Es decir, en cualquier momento de su relación las partes en un contrato relativo a adquisición de valores pueden incluir una cláusula de sumisión en la que han de establecer de forma clara y concreta el tribunal que eligen como competente para resolver cualquier controversia que surge entre ellos. No se reconocen como válidos, por lo tanto, los acuerdos que atribuyen competencia simultáneamente a dos o más tribunales, ni tampoco a los que establecen de forma general los tribunales o juzgados de una determinada zona, o los que asignan de forma paralela a dos tribunales dejando al demandante elegir el órganos judicial al que presentar la demanda⁵⁵⁴. El Tribunal Supremo español ha declarado en reiteradas ocasiones qué se entiende por “sumisión expresa” y cuales son los requisitos de validez⁵⁵⁵. El Alto órgano jurisdiccional establece que “la sumisión expresa constituye una excepción al «*ius cogens*» en que se inspira la Ley Procesal en materia de competencias” y por lo tanto la voluntad de las partes se ha de expresar de manera clara, explícita e indudable. La elección de tribunal se considera expresa cuando aparece “hecha por todos los interesados, renunciando clara y terminantemente a su fuero propio y designando con toda precisión el Juez a quien se sometieren” y firmada debidamente por ambas partes⁵⁵⁶. Los pactos que atribuyen competencia a los tribunales españoles pueden realizarse en cualquier forma, siempre que quede probada la voluntad de las partes⁵⁵⁷.

⁵⁵³ AMORES CONRADI, Miguel Ángel, “La nueva estructura...”, p. 136; DIAZ RUIZ, Emilio “Jurisdicción española y contratos de financiación internacional”, *La Ley*, Tomo 2, 1986, pp. 1078-1084; FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos, SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado*, *cit.*, pp. 94

⁵⁵⁴ AMORES CONRADI, Miguel Ángel, “La nueva estructura...”, *cit.*, p. 136

⁵⁵⁵ STS núm. 444/2002 (Sala de lo Civil), de 3 mayo, RJ 2002\3674; STS (Sala de lo Civil) de 31 mayo 1984, RJ 1984\2810

⁵⁵⁶ STS núm. 444/2002 (Sala de lo Civil), de 3 mayo, RJ 2002\3674, STS (Sala de lo Civil) de 30 noviembre 1984, RJ 1984\5696

⁵⁵⁷ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Competencia judicial internacional...”, *cit.*, p. 54

Las dos soluciones ofrecen razones viables que justifican tanto la aplicación de los requisitos de forma previstos en el art. 23 del Reglamento 44/2001, como acudir a la normativa interna, la Ley de Enjuiciamiento Civil de 1985, art. 55 y siguientes. Sin embargo, por muy directa que sea la relación entre la LOPJ y el Convenio de Bruselas/ Reglamento 44/2001, no se debe olvidar que la normativa comunitaria no resulta vinculante cuando se ha de aplicar el Derecho interno.

El art. 22.2 abarca los casos en los que las partes atribuyen competencia a los tribunales españoles. Sin embargo, guarda silencio en cuanto a la *derogatio fori*, es decir, los supuestos en los que las partes excluyen expresamente la competencia de los tribunales españoles en beneficio de los tribunales extranjeros⁵⁵⁸. No se observan problemas especiales si posteriormente el demandante presente la demanda ante los órganos jurisdiccionales españoles y el demandado conteste a la demanda. El problema se plantea cuando éste interpone una declinatoria, alegando que los tribunales españoles carecen de competencia judicial internacional. Hasta el momento, la jurisprudencia admite la *derogatio fori*, esto sí, dentro de determinados límites⁵⁵⁹. El precepto no opera en materia de competencias exclusivas españolas y en los casos en los que se pueden ver perjudicados los intereses de la parte más débil⁵⁶⁰. El acuerdo se puede hacer en cualquier forma que permite comprobar el consentimiento de las ambas partes.

⁵⁵⁸ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Competencia judicial internacional...”, *cit.*, p. 54; FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/ SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado...*, *cit.*, pp. 33-34; PARRA RODRÍGUEZ, Carmen, “La *derogatio fori*”, en PICÓ I JUNOY, Joan, *Presente y futuro del proceso civil*, 1998, pp. 135-142; RODRIGUEZ BENOT, Andrés, *Los acuerdos atributivos...*, *cit.*, pp. 90-102

⁵⁵⁹ Sentencias del TS (Sala Civil) de 13 de octubre de 1993 (REDI, 1994, vol. XLVI, núm. 1, pp. 301-302, con nota de ÁLVAREZ RUBIO, J. J., REDI, 1994, vol. XLVI, núm. 1, pp. 302-304) y de 10 de noviembre de 1993 con nota de S. ÁLVAREZ GONZÁLEZ, REDI, 1994, vol. XLVI, núm. 1, pp. 389-393).

⁵⁶⁰ Sent. de la AP de Madrid (Sección 14.^a) de 10 de julio de 2000, REDI, 2001, vol. LIII, pp. 472-474, con nota de ARENAS GARCÍA, Rafael, *Idem.*, pp. 474-481; AEDIPr., 2002, t. II, pp. 699-705, con nota de. BOUZA VIDAL, Nuria, *Idem.*, pp. 705-709.

3.2. SUMISIÓN TÁCITA

Los problemas de interpretación y aplicación que plantea el vacío en las normas españolas de DIPr. que regulan la sumisión expresa se observan, también, en los casos en los que las partes en una relación, contractual o extracontractual, de tenencia y transfer de participaciones societarias se someten de forma tácita a los tribunales españoles. En este campo se dan lugar las mismas dos soluciones que tratan de resolver la falta de reglamentación en cuanto a la sumisión expresa.

El art. 22.2 LOPJ, de igual manera que con la sumisión expresa, no determina cuales son las condiciones que deben estar presentes para validar la elección de tribunal de forma tácita. Del mismo modo que con la cláusula de elección contractual, la doctrina se encuentra dividida respecto a las normas que deben ser aplicadas por analogía: las disposiciones de la LEC de 1985 o la normativa comunitaria y la jurisprudencia del TJCE.

Sea cual fuera la fuente de inspiración, el supuesto de sumisión tácita se activa a través del comportamiento procesal del demandante. El actor, cliente o intermediario, presenta la demanda ante un tribunal que no es el órgano jurisdiccional elegido por las partes en el contrato, ni tampoco resulta competente de acuerdo con los criterios generales de atribución de la competencia judicial internacional⁵⁶¹. Tal sumisión opera siempre y cuando la parte demandada no se oponga explícitamente a que el Tribunal, asignado de esta manera, conozca del litigio. Es decir, si la sumisión expresa es un pacto, la sumisión tácita es un acto procesal a través del cual las partes atribuyen competencia a un determinado tribunal.

La sumisión tácita está regulada en el art. 56 LEC y establece que la asignación de la competencia judicial es válida cuando “el demandante, por el mero hecho de acudir a los tribunales de una

⁵⁶¹ AMORES CONRADI, Miguel Ángel, “La nueva estructura...”, *cit.*, p.137, FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado...*, *cit.*, pp. 95; GARDEÑES SANTIAGO, Miguel, *Espacio intracomunitario de relaciones laborales y Derecho Internacional Privado*, Bellaterra, 2002, pp. 90-91; VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, *cit.* pp. 305

determinada circunscripción interponiendo la demanda o formulando petición o solicitud que haya de presentarse ante el tribunal competente para conocer de la demanda”. El segundo criterio de validez lo determina la actitud del demandado, es decir, hay sumisión tácita cuando “el demandado, por el hecho de hacer, después de personado en el juicio tras la interposición de la demanda, cualquier gestión que no sea la de proponer en forma la declinatoria”. En el mismo sentido el art. 39 LEC 1/2000 dispone que el demandado pueda denunciar mediante declinatoria la falta de competencia internacional. La regulación procesal de la declinatoria se encuentra en el art. 63 en cuyo apartado 1 se establece que la parte contra la que está formulada la demanda y los que sean parte legítima, tienen la posibilidad de impugnar la competencia internacional del tribunal ante el que se interpone la demanda por corresponder ésta a órganos jurisdiccionales extranjeros. En el Derecho procesal interno, de acuerdo con el art. 58.2 LEC, la sumisión tácita se considera válidamente hecha si el demandado, después de personado en el juicio, realice cualquier gestión que no sea la de proponer en forma la declinatoria. “Consecuentemente, se ha estimado producida la sumisión tácita por no haber promovido el demandado oportunamente la declinatoria internacional previamente a contestar la demanda, considerándose que la alegación de la falta de competencia de los tribunales españoles como excepción dilatoria al contestar la demanda era inoportuna e improcedente, y no impedía que se diera la consecuencia prevista en el citado artículo 58-2º de la Ley de Enjuiciamiento Civil”⁵⁶².

Por lo tanto, la parte, que pretende haber sufrido un daño, contractual o extracontractual, en relación con la tenencia y el transfer de acciones en los mercados financieros internacionales, puede presentar la demanda ante los tribunales españoles, a pesar de que resultan competentes los tribunales de otros Estados. Tal acción procesal se considera válida si la parte demandada no interpone un

⁵⁶² STS núm. 293/2007 (Sala de lo Civil, Sección 1), de 14 marzo RJ 2007\2567

recurso con el que impugna la competencia internacional de los tribunales españoles, y conteste a la demanda⁵⁶³.

La sumisión tácita, como acto procesal, tiene dos elementos distintivos. Por un lado, demuestra la voluntad de las partes en una relación, contractual o extracontractual, de someter la resolución de la controversia surgida entre ellas, a un determinado tribunal. Tal atribución se deduce de la actitud del demandante, al acudir éste a unos órganos judiciales que, en un principio, no disponen de competencia objetiva para conocer del asunto⁵⁶⁴. Por otra parte, la atribución de competencia judicial internacional a los tribunales españoles de forma tácita deroga la jurisdicción del resto de los tribunales, si el demandado, debidamente notificado, no comparece ante el tribunal o si lo hace, no interponga una declinatoria de acuerdo con las disposiciones del art. 63.1 LEC. La posibilidad de impugnar la competencia de los tribunales elegidos y la obligación de hacerlo como acto primero y único en el principio del proceso tiene como objetivo evitar que la cuestión de la competencia surja a lo largo del proceso.

4. FOROS ESPECIALES EN MATERIA CONTRACTUAL

4.1. *EL FORUM EXECUTIONIS Y EL FORUM CELEBRATIONIS*

Los criterios que determinan la competencia judicial internacional de los tribunales españoles en cuanto a las obligaciones contractuales son unos de foros especiales previstos en el art. 22.3 LOPJ⁵⁶⁵.

⁵⁶³ STS núm. 863/2005 (Sala de lo Civil, Sección 1ª), de 27 octubre RJ 2005\8153

⁵⁶⁴ VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J. *Derecho Procesal Civil...*, cit. pp. 305

⁵⁶⁵ Art. 22.3 LOPJ prevé todos los supuestos de foros especiales, acumulando en un mismo párrafo las relaciones familiares- ausencia o fallecimiento, relaciones entre cónyuges, relaciones paternas, alimentos, adopción, contractuales, extracontractuales y las relativas a la sucesión, sin seguir estructuración alguna, dificultando innecesariamente el trabajo con dicha norma jurídica. Para los objetivos del presente trabajo, se analizan tan sólo las relaciones patrimoniales. En este aspecto, mire, FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/ SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado*, cit., pp. 96 y 447; GONZÁLEZ GRANDA, Piedad, *Extensión y límites de la jurisdicción...*, cit., pp. 226 y sigs.; VIRGÓS

Característica distintiva de los foros especiales es que se aplican de forma alternativa, junto con el criterio del domicilio del demandado, independientemente de la materia que es objeto del litigio⁵⁶⁶.

En los casos en los que las partes de un contrato de compraventa de valores no han elegido previamente el tribunal competente, ni tampoco se han sometido a un órgano judicial de forma tácita, y no hay un convenio bilateral o multilateral que sea aplicable en el supuesto concreto, la competencia judicial internacional se determinará de acuerdo con el punto 7 del art. 22.3 LOPJ. Consecuentemente, la operatividad del supuesto en cuestión depende del cumplimiento de tres condiciones. La primera condición, que regula la aplicabilidad en general de las disposiciones de competencia judicial internacional de la LOPJ, es que no haya un convenio multilateral, ni bilateral que contenga normas que regulen la jurisdicción internacional en el caso concreto. En segundo lugar, para poder aplicar el supuesto 7 del art. 22.3 LOPJ, las partes no deben haber elegido, ni de forma expresa, ni de manera tácita, un tribunal que resuelva la controversia. En último lugar, la disposición se activará cuando ambas partes en la relación contractual tienen el mismo estatus, o, dicho de otra forma, cuando el inversor no es un consumidor. Estos requisitos son cumulativos, es decir, el supuesto en cuestión opera cuando se cumplen todos y cada uno de ellos.

Una vez verificada su presencia, el tribunal español ante el que está interpuesta la demanda será competente a resolver la controversia surgida de un contrato de compraventa de acciones si la obligación contractual haya nacido o debe cumplirse en España⁵⁶⁷. El precepto del art. 22.3 LOPJ se diferencia parcialmente del art. 5.1 Reglamento 44/2001. Los foros especiales operan junto con el criterio del domicilio del demandado. La LOPJ sigue la línea comunitaria en este aspecto y da varias opciones al demandante para presentar la demanda. La

VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., pp.131 y sigs.

⁵⁶⁶ CORTÉS DOMÍNGUEZ, Valentín, “La nueva regulación...”, cit., pp. 788-790; GONZÁLEZ GRANDA, Piedad, *Extensión y límites de la jurisdicción...*, cit., pp. 228

⁵⁶⁷ DÍAZ RUIZ, Emilio “Jurisdicción española y contratos...”, cit., pp. 1087

posibilidad de aplicar los criterios de forma alternativa se debe a la existencia de factores objetivos que crean una conexión entre la actitud de la parte demandada y el mercado en el que ésta opera. Es decir, la razón por la que los tribunales españoles tienen jurisdicción para conocer del litigio a pesar de que el demandado tiene su domicilio en otro Estado, es que el asunto presenta una relación estrecha y objetiva con el territorio español⁵⁶⁸. La vinculación se crea en el momento en el que el intermediario realiza determinadas actividades en España o haya generado con su comportamiento un vínculo con el mercado español. La conexión entre la actitud del demandado y el mercado en el que el opera justifica la atribución de competencia judicial internacional a los tribunales españoles. Mientras más directa y concreta sea la relación entre el demandado y el territorio de un determinado Estado, el Estado español, en el caso concreto, más amplio será el alcance de la jurisdicción de los tribunales de dicho país.

Los foros especiales, desde el punto de vista del demandante, tienen carácter alternativo. Si el domicilio del demandado está en un Estado y el lugar del nacimiento o el cumplimiento de la obligación están en otro, la parte actora puede elegir el tribunal ante que interponer la demanda. Si el vendedor de las acciones que tiene su domicilio en México, es la parte que no cumple su obligación contractual y la ejecución del contrato se ha de efectuar en España, el comprador puede, o bien, presentar la demanda en México, siempre y cuando su Derecho nacional reconoce el criterio del domicilio, o bien, demandar en España, en virtud del punto 7 del art. 22.3 LOPJ. Sin embargo, cuando estos dos elementos coinciden, es decir, el demandado está domiciliado en España y es allí donde se ha de ejecutar la obligación contractual, la jurisdicción del tribunal la determina el foro del domicilio. La subsidiariedad entre los foros especiales y el criterio del domicilio del demandado en cuanto a la competencia del foro se

⁵⁶⁸ VIRGÓS SORIANO, Miguel, *Lugar de celebración y de ejecución de la contratación internacional*. Tecnos, 1989, pp. 66

basa en la frase “en defecto de los criterios precedentes” que emplea el art. 22.3 LOPJ⁵⁶⁹

El foro del domicilio del demandado es un criterio que opera independientemente de la materia que trata el objeto del litigio. Mientras que los foros especiales se aplican cuando el litigio tiene como objeto alguna de las materias especificadas en el art. 22.3 LOPJ⁵⁷⁰. Es decir, la regla general atribuye competencia a los tribunales españoles cuando el demandado está domiciliado en España. Por otro lado, los órganos judiciales nacionales tendrán jurisdicción para conocer de la demanda si la obligación contractual ha nacido o se debe cumplir en territorio español. Los foros especiales en materia contractual, previstos en el art. 22.3 LOPJ determinan la competencia judicial internacional de los tribunales españoles y no la territorial, que se regula por la normas de la LEC 2000.

El punto 7 del art. 22.3 contiene dos criterios especiales que atribuyen competencia judicial internacional a los tribunales españoles, el *forum executionis* y el *forum celebrationis*⁵⁷¹. El primero supuesto atribuye competencia a los tribunales del lugar en el que se ha de cumplir la obligación contractual. En primer lugar, los órganos judiciales españoles tendrán competencia si las partes han establecido en el contrato de adquisición y/o administración y custodia de participaciones societarias el lugar de la ejecución de la obligación contractual y que tal lugar se encuentra en España⁵⁷². La concreción del término “obligación contractual” es el elemento clave para delimitar el concepto de “lugar de cumplimiento”. Para poder hacer esto, es necesario precisar si la competencia judicial internacional del tribunal

⁵⁶⁹ DIAZ RUIZ, Emilio “Jurisdicción española y contratos...”, *cit.*, p. 1084, “Subsidiarios, los contenidos en los apartados 3º y 4º del art. 22; se aplicarán sólo si no puede atribuirse jurisdicción a los órganos judiciales españoles en base a los fueros exclusivos o al general. Su carácter de subsidiariedad se deriva de las propias expresiones con que se encabezan: «en defecto de los criterios precedentes...» y «asimismo...» (que lo más lógico gramaticalmente es que se refiera al párrafo inmediatamente anterior), si bien no se entiende por qué se ha dividido en dos párrafos”. GONZÁLEZ GRANDA, Piedad, *Extensión y límites de la jurisdicción...*, *cit.*, pp. 242; VIRGÓS SORIANO, Miguel, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, *cit.*, pp. 140,

⁵⁷⁰ VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, *cit.*, pp. 140

⁵⁷¹ VIRGÓS SORIANO, Miguel, *Lugar de celebración...*, *cit.*, pp. 67

⁵⁷² *Idem*, pp. 65

ante que se interpone la demanda se determina por el lugar de ejecución de las obligaciones principales del contrato, o tan sólo por el lugar de cumplimiento de la prestación característica⁵⁷³. En este caso resulta inapropiado acudir a la interpretación que se da a la disposición homóloga en el texto comunitario. La terminología empleada en el tercer precepto del art. 22.3 LOPJ se diferencia del supuesto establecido en el Convenio de Bruselas/ Reglamento 44/2001. La norma española hace referencia a las obligaciones que deben cumplirse en España, tal y como se prevé en el pacto contractual o se desprende de la actitud posterior de los contratantes. La interpretación restrictiva de la conjunción terminológica “lugar de ejecución de la obligación contractual” reduciría de forma injusta la posibilidad del demandante, al obligarle presentar la demanda en el lugar en el que se ha de cumplir la prestación característica. Tal delimitación del alcance del supuesto tercero de art. 22.3 LOPJ beneficiaría en todos los casos únicamente la parte que debe prestar dicha obligación. Así que, “la reducción que tal propuesta comporta rompería inevitablemente el equilibrio entre las partes contratantes en favor de aquella que tiene a su cargo la prestación característica (en el contrato de compraventa, el vendedor) sin que exista ningún objetivo de política legislativa que justifique tal desigualdad y la ventaja que de hecho se proporcionaría a una de esas partes contratantes”⁵⁷⁴.

Otro punto de interpretación que genera problemas es el alcance que tiene la obligación litigiosa. El apartado 3 del art. 22.3 LOPJ no especifica si la competencia judicial internacional de los tribunales españoles se determina en virtud de la obligación directa que sirve de base de la demanda o se activa por cualesquiera de las obligaciones principales que deben cumplirse en territorio español. La interpretación restrictiva será, como mínimo, inapropiada en este caso, también, pero sobre todo será contraria e infringirá el derecho de defensa de las partes en una relación contractual. Al limitar el alcance de la obligación

⁵⁷³ *Idem.*, pp. 78

⁵⁷⁴ *Idem.*, pp. 79

contractual, se obliga al demandante a buscar protección de sus derechos ante un foro que, en ocasiones, puede tener una vinculación superficial y, sobre todo, lejana con la relación contractual, debido a que el único elemento que une el tribunal con el caso es el lugar de cumplimiento de la obligación característica. Tal demarcación, por lo tanto, no es más que una restricción al derecho de justicia, promulgado por el art. 24 Constitución española. Por esta razón, por obligación contractual se ha de entender todas las obligaciones principales. Así que, los tribunales españoles tendrán competencia judicial internacional si alguna de las prestaciones principales del contrato de adquisición y/o administración y custodia de acciones se debe cumplir en España.

El lugar de cumplimiento normalmente se estipula de forma expresa, puesto que es uno de los elementos esenciales del contrato. La otra posibilidad que contempla dicha norma es el caso en el que España es el lugar de ejecución porque así se desprende del Derecho que rige el contrato. Sin embargo, hay supuestos en los que las partes no han previsto un lugar concreto de ejecución de la obligación contractual. En este caso, se ha de acudir a las normas del Derecho sustancial que establecen los criterios para determinar el lugar del cumplimiento de una obligación contractual. La razón para acudir a las disposiciones nacionales de Derecho civil se encuentra en la proximidad que existe entre los supuestos de hecho en el caso concreto y el órgano judicial encargado de resolver la controversia⁵⁷⁵. Dichos puntos de conexión se establecen en el art. 1171 del Código Civil, siempre y cuando la ley española sea la *lex contractus*. Es decir, la concreción del criterio del “lugar del cumplimiento” se efectúa de acuerdo con el Derecho aplicable al contrato. Una vez determinada la ley que rige el contrato, el tribunal puede proceder a concretar el lugar de ejecución de la obligación característica y posteriormente, determinará si dispone de competencia

⁵⁷⁵ *Idem.*, pp. 69

para conocer del litigio⁵⁷⁶. Consecuentemente, los tribunales españoles tendrán jurisdicción si la ley que rige la relación contractual establece España como lugar de ejecución. Es decir, el órgano jurisdiccional, para determinar si tiene competencia, primero debe precisar las disposiciones legales que rigen el contrato. Para hacer esto, debe acudir a las normas de conflicto sobre la ley aplicable a la obligación contractual. Si las normas de conflicto previstas en el Reglamento Roma I establecen como ley aplicable el Derecho español, entonces el art.1171 CC determinará el lugar de ejecución de la obligación característica. Si este lugar está en España, entonces, el juez puede proceder a conocer del fondo del litigio⁵⁷⁷.

La obligación contractual del inversor es pagar el precio de la transacción- el valor de las acciones y/o la comisión de la compañía de servicios de inversión. El art. 1171 CC en su primer apartado establece que “el pago deberá ejecutarse en el lugar que hubiese designado la obligación”. Así que, en un contrato de adquisición de valores negociables, cotizados o no en bolsa, en el que el inversor es la parte que no efectúa el pago correspondiente, los tribunales españoles tendrán jurisdicción para conocer del litigio si el pago se ha de realizar en una cuenta bancaria de un banco o caja de ahorros situados en España. Por contrario, si la empresa de servicios de inversión es la que no ha cumplido su obligación, los órganos jurisdiccionales nacionales serán competentes si la transacción se ha realizado en el mercado español.

En cuanto a las acciones que no se cotizan en bolsa, la Ley de Sociedades Anónimas prevé en el art. 51, dos formas de representación de dichos valores: por medio de títulos o por medio de anotaciones en

⁵⁷⁶ *Idem.*, pp. 70, “De estos actos que sin apariencia visible del contrato, no habrá más remedio que proceder a la concreción del criterio del “lugar de ejecución” o “cumplimiento” según la *lex contactus*: el Derecho aplicable al contrato (sea el propio o uno extranjero) dirá si el lugar de ejecución se localiza en el foro, y este dato (lugar del comportamiento negocial real de las partes) lo utiliza el legislador (nuestra LOPJ) para fundar la competencia de nuestros tribunales para litigios con elemento extranjero”

⁵⁷⁷ *Idem.*, pp. 78-89

cuenta⁵⁷⁸. Los títulos del primer grupo pueden ser nominativos o al porteador. La transmisión de las acciones se establece en el art. 56 RDLeg. 1564/1989 y prevé que el traspaso de la propiedad de estos se realiza a través de la tradición del documento. Por lo tanto, la empresa que emite las acciones al porteador o el accionista que las vende se considera que ha cumplido su obligación cuando ha entregado al comprador los títulos en cuestión. A partir de este momento la persona que los adquiere puede ejercer sus derechos de accionista. De acuerdo con el apartado 2, del art. 1171 CC, los tribunales españoles disponen de jurisdicción para conocer del litigio, si tal transacción se ha efectuado en territorio español.

Las acciones nominativas, por su parte, han de figurar en un libro registro, de acuerdo con el art. 55 del RD 1564/1989, que la sociedad emisora ha de llevar y registrar en el Registro Mercantil del lugar de su domicilio, tal y como dispone el art. 27 CCom. En dicho registro se anota el “nombre, apellidos razón o denominación social, en su caso nacionalidad y domicilio de los sucesivos titulares” y se deben inscribir, asimismo, las sucesivas transferencias de las acciones. Una vez perfeccionado el contrato, el vendedor tiene la obligación de traspasar la propiedad de las acciones al comprador. Tal transmisión se considera válidamente realizada cuando el vendedor otorgue la correspondiente escritura pública, “que cumpliría la función de traditio”⁵⁷⁹. Sin embargo, entre el momento de la celebración del contrato y el procedimiento de inscripción de los cambios en el registro mercantil normalmente transcurre un tiempo. En este periodo para la sociedad el accionista sigue siendo la persona que figura en los registros. Al mismo tiempo, la celebración del contrato y el pago del precio de las acciones, estipulado en él, convierte al comprador en propietario de tales títulos. No obstante, esta misma persona, a pesar de que haya adquirido las acciones, no puede ejercer sus derechos de

⁵⁷⁸ RD Ley 1564/1989 de 22 Dic. (TR Ley de Sociedades Anónimas) de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas., (BOE n. 310 de 27/12/1989) pp. 40012–40034, Referencia: 1989/30361

⁵⁷⁹ Sentencia de Audiencia Provincial - Barcelona, Sección 15ª nº 195/2005, de 02 de Mayo de 2005

accionista y se le negará la posibilidad de actuar como tal. La razón es que el traspaso de la propiedad se debe anotar en el libro del Registro mercantil. A partir de la inscripción de los cambios de propiedad, el comprador se considera accionista de pleno derecho y puede actuar dentro de los límites que establece el tipo de acciones que ha adquirido. El problema que puede surgir es que durante este periodo entre la compra y su inscripción el vendedor cobra el precio pero no traspasa la propiedad. En estos supuestos la parte afectada puede acudir a los órganos judiciales españoles si tal acción se efectúa en territorio español.

El mismo problema de delimitación de la competencia judicial internacional presenta el proceso de adquisición de los títulos representados por anotaciones en cuenta. La designación de la entidad de la llevanza del Registro Contable y la anotación al mismo de las acciones se hace constar a través de un asiento de inscripción en el que se anotan todos los cambios relacionados con los títulos, tal y como dispone el art. 122 del Reglamento del Registro Mercantil. Por lo tanto, la sociedad anónima- vendedor de las acciones, cumple su obligación contractual cuando inscribe los cambios de propiedad en dicho registro. Consecuentemente, los tribunales españoles serán competentes siempre cuando la transmisión de la propiedad de las acciones se tiene que realizar en un registro español.

En cuanto a la relación entre el intermediario y su cliente en un contrato de adquisición y/o custodia y administración de participaciones societarias, la obligación del broker se cumple cuando éste adquiera las acciones, realice las anotaciones correspondientes en la cuenta del titular y administre las participaciones de acuerdo con las normas correspondientes. En este contexto, si el intermediario incumple su obligación, los tribunales españoles serán competentes cuando la cuenta a la que se han de anotar las compras o ventas de participaciones societarias se encuentra en territorio español. Si el cliente es el que no cumple su obligación contractual, los órganos judiciales españoles serán competentes, cuando la cuenta que el

inversor utiliza para realizar los diferentes pagos relacionados con la tenencia y el transfer de las acciones se sitúa en España.

El segundo precepto del punto 7 del art. 22.3 LOPJ establece que los órganos judiciales españoles disponen de competencia judicial cuando la obligación haya nacido en España. La norma es una clara muestra de un cierto nivel de conservadurismo por parte del legislador español y, sobre todo, del interés nacional en acercar las circunstancias del caso a los tribunales españoles al establecer un foro exorbitante como criterio de atribución de la competencia judicial internacional. El lugar en el que ha nacido la obligación, igual que el *forum executionis*, es un criterio objetivo que responde al principio de proximidad razonable, pero la vinculación que presenta con el territorio nacional no es tan fuerte como el *forum executionis*⁵⁸⁰. El lugar de celebración de la relación contractual es “el lugar donde se ha producido la circunstancia a la cual el Derecho atribuye el nacimiento de la obligación”⁵⁸¹. En virtud de este concepto los tribunales españoles tienen competencia judicial internacional si los acontecimientos que llevan a la celebración del contrato de adquisición de acciones se realizan en España⁵⁸².

El precepto, en un principio y de manera general, se aplica a todos los contratos celebrados entre presentes por la facilidad de demostrar el lugar concreto en el que las partes han manifestado su consentimiento. En lugar del nacimiento de la obligación es el lugar en el que ha sido perfeccionado el contrato o, dicho con otras palabras, el espacio geográfico en el que la parte interesada hace la oferta y el comprador expresa la aceptación de adquisición de las acciones⁵⁸³. El espacio concreto en el que las partes han expresado su consentimiento, habitualmente se establece en el contrato o resulta fácil de determinar

⁵⁸⁰ VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., pp. 131,

⁵⁸¹ VIRGÓS SORIANO, Miguel, *Lugar de celebración...*, cit., pp. 129

⁵⁸² FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/ ARENAS GARCÍA, Rafael/ MIGUEL ASENSIO, Pedro Alberto de, *Derecho de los negocios...*, cit., pp. 300; VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., pp. 158; VIRGÓS SORIANO, Miguel, *Lugar de celebración...*, cit., pp. 128 y sigs.

⁵⁸³ DÍAZ RUIZ, Emilio “Jurisdicción española y contratos...”, cit., pp. 1087

de las circunstancias que acompañan el acontecimiento. En los casos en los que los contratantes no han especificado tal lugar, éste se determina por las normas del Derecho que rige el contrato. Si las partes han elegido una determinada ley que regula la relación contractual, tal elección será válida de acuerdo con las normas de DIPr. español.

Hay supuestos, sin embargo, en los que las partes se encuentran en lugares diferentes. El problema que surge es establecer los criterios que determinan la jurisdicción de los órganos judiciales españoles. Tanto la realización de la oferta, como su aceptación, son actos que manifiestan el interés de los contratantes en perfeccionar el contrato y, por lo tanto, presentan un grado igual de vinculación con el órgano jurisdiccional y tienen el mismo valor jurídico. Así que, para saber qué criterio aplicar, es necesario acudir a la ley que rige el contrato⁵⁸⁴. Si tal ley es la española, la respuesta se encuentra en las disposiciones del art. 1262 Código Civil y el art. 54 Código de Comercio. En virtud de dichas normas, el contrato se considera perfeccionado, desde el momento en el que el oferente conoce la aceptación. En caso de pacto celebrado entre ausentes, éste se considera perfeccionado en el lugar en el que se hizo la oferta. Por lo tanto, de acuerdo con esta norma los tribunales españoles tienen competencia judicial internacional si la persona, física o jurídica, hace la oferta para la venta de acciones desde el territorio español. En cuanto a los pactos celebrados vía electrónica, el art. 29 LSSI establece que “los contratos electrónicos entre empresarios o profesionales, en defecto de pacto entre las partes, se presumirán celebrados en el lugar en que esté establecido el prestador de servicios”⁵⁸⁵. Consecuentemente, de acuerdo con dicha norma los órganos judiciales españoles tienen competencia judicial internacional si la empresa de servicios de inversión como parte demandada, tiene su establecimiento en el territorio español.

⁵⁸⁴ VIRGÓS SORIANO, Miguel, *Lugar de celebración...*, cit., pp. 136

⁵⁸⁵ Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico, BOE núm. 166, de 12-07-2002, pp. 25388-25403; corrección de errores BOE núm. 187, de 06-11-2002, p. 28951

4.2. LOS CONTRATOS CELEBRADOS CON UNA AGENCIA, SUCURSAL O ESTABLECIMIENTO

Estas son las posibilidades de demandar que tiene la parte actora cuando la relación contractual se ha establecido entre el inversor y la empresa matriz de servicios de inversión o de la sociedad que ofrece sus valores. Otra forma de adquirir acciones es a través de una agencia, sucursal o establecimiento de la compañía principal. El art. 22 LOPJ en su punto 3 del apartado 4, prevé que serán competentes los tribunales españoles, asimismo, en los casos en los que la empresa principal opera en el mercado español a través de una sucursal, agencia o establecimiento en los casos en los que éstos se encuentran en territorio español.

La redacción del apartado 4 copia la disposición del art. 5.5 Convenio de Bruselas y el Reglamento 44/2001. A la hora de la adopción de la norma el legislador español no ha prestado atención suficiente a la terminología empleada, al establecer la competencia judicial internacional a los tribunales españoles en litigios “relativos” a la explotación de la una agencia o sucursal⁵⁸⁶. El precepto, en todos casos, se ha de interpretar como relativo a los litigios “derivados” de tal explotación en territorio español⁵⁸⁷. La interrelación entre la normativa comunitaria y la legislación española en el ámbito de competencia judicial internacional ayudaría encontrar una posible solución de tal conflicto lingüístico. La versión española y francesa del Reglamento 44/2001 emplea el término “relativo a”, mientras que en el texto inglés se utiliza el término “*arising out*”, que se traduce como “derivados de”. Las diferencias en los términos que se emplean en las versiones de la norma comunitaria no pueden ser utilizadas como base del análisis, puesto que todas las lenguas de los Estados Miembros de la UE tienen el mismo estatus y las versiones del texto comunitario tienen carácter oficial. La única posibilidad para resolver la controversia así planteada,

⁵⁸⁶ CORTÉS DOMÍNGUEZ, Valentín, “La nueva regulación de la competencia...”, *cit.*, pp. 790

⁵⁸⁷ VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, *cit.*, pp. 135

es acudir a la jurisprudencia del TJCE y comprobar la interpretación que el órgano judicial comunitario ofrece. En el asunto *Somafer* el TJCE especifica los supuestos en los que opera el art. 5.5 BC/R44/2001, norma homóloga del apartado 4 y declara que la noción comprende, por un lado, los litigios derivados de la gestión del establecimiento, en cuyo grupo se incluyen los conflictos relacionados con el arrendamiento del edificio en el que la sucursal desarrolla su actividad, la contratación de personal laboral⁵⁸⁸. Por otro lado, incluye los supuestos en los que la controversia surge de la relación, contractual o extracontractual, que la sucursal establece con terceros en el tráfico comercial⁵⁸⁹. Consecuentemente, la norma sí que determina la jurisdicción del juez español en los casos de conflicto entre la agencia y terceros y no entre la sucursal y la empresa principal.

Por otro lado, la localización del apartado puede llevar a confundir al interprete que el legislador podría haber relacionado los litigios derivados de la actividad de una sucursal con el tema de los conflictos relativos a los contratos con consumidores o los contratos de seguros por alguna razón en especial. Tal confusión puede obligar a hacer una interpretación más amplia de lo necesario y vincular las controversias en litigios de consumidores o seguros con la explotación de una agencia, lo que, en absoluto, se corresponde con la intención del legislador español.

El tercer punto del art. 22.4 LOPJ tiene un alcance general, en sentido que se atribuye competencia judicial internacional a los órganos judiciales españoles, independientemente del lugar en el que está domiciliado el demandado, si la compañía que ofrece las acciones en venta o actúa como intermediario, tiene una sucursal o establecimiento en España⁵⁹⁰. El carácter general del criterio en cuestión opera siempre, sin que la naturaleza de la materia, objeto del litigio determine su aplicabilidad. Los órganos judiciales españoles serán competentes a

⁵⁸⁸ Sentencia del TJCE de 22 de noviembre de 1978, *Somafer SA contra Saar-Ferngas AG.*, asunto C-33/78, Recopilación de Jurisprudencia 1978, p. 637

⁵⁸⁹ VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., pp. 138

⁵⁹⁰ *Idem.*, pp. 135

resolver el conflicto entre las partes de un litigio tanto en los supuestos de responsabilidad contractual, como de extracontractual. La localización espacial del objeto del litigio, tampoco es un elemento decisivo para la operatividad del precepto. Los tribunales españoles disponen de jurisdicción independientemente del lugar en el que se haya celebrado o ejecutado el contrato.

Por lo tanto, el inversor que haya adquirido valores de una compañía domiciliada en un tercer Estado, y considera sus intereses o derechos afectados, puede presentar la demanda ante los tribunales españoles si dicha compañía tiene una sucursal, agencia o establecimiento en España. La razón para incluir este foro como criterio de atribución de competencia judicial internacional es, de nuevo, la proximidad que presenta el litigio con unos determinados tribunales. El lugar desde que opera la agencia es un criterio objetivo, por lo que su empleo resulta razonable⁵⁹¹. Los órganos judiciales del espacio geográfico desde el que opera la sucursal están en mejores condiciones para recopilar información sobre la actividad de la misma y poder, sobre la base de tal documentación, resolver las controversias derivadas de sus actividades. La concentración del litigio en el lugar en el que actúa la agencia o el establecimiento de una compañía que ofrece servicios de inversión o vende sus acciones, reduce significativamente el coste de todo el procedimiento para ambas partes, tanto de la notificación, como de la ejecución de la sentencia y sobre todo, resulta importante en cuanto a la imposición de medidas cautelares. El argumento con más fuerza es la vinculación que se crea entre la entidad y el mercado en el que opera. Si la empresa matiz ha decidido ofrecer sus productos o servicios a los compradores de un mercado determinado, se ha establecido en él a través de una agencia, sucursal o establecimiento, y, además, se beneficia de las operaciones que realiza allí, es clara muestra de que la compañía principal acepta las condiciones y las reglas para operar en dicho espacio geográfico, económico y jurídico. Así que, por las razones aquí expuestas, resulta

⁵⁹¹ *Idem., cit.*, 136

más que justificado atribuir competencia judicial internacional a los tribunales del lugar en el que establecida la agencia o el sucursal. Consecuentemente, en cuanto a las relaciones entre un inversor y la agencia con la que contrata la adquisición de valores de una empresa, el comprador, siempre y cuando no es un consumidor, puede presentar la demanda ante los tribunales españoles cuando el demandado, la compañía principal, tiene su domicilio en Estado que no es Miembro de la Comunidad Europea, ni tampoco sea Suiza, Noruega o Islandia, en cuyo caso la competencia judicial internacional viene determinada por el convenio de Lugano.

5. RESPONSABILIDAD DERIVADA DE UN PERJUICIO EXTRA CONTRACTUAL

El incumplimiento de las obligaciones en una relación de adquisición y/o custodia y administración de acciones anotadas en cuenta puede provocar, en ocasiones, daños extracontractuales. Este sería, por ejemplo, el caso en el que el inversor contrata los servicios de un broker/banco para la adquisición de valores negociables de una o varias sociedades extranjeras. En el contrato no se incluyen como obligación del intermediario los consejos financieros. Sin embargo, para una o varias de las transacciones el broker aconseja a su cliente en qué compañía invertir y como consecuencia el cliente pierde total o parcialmente el capital invertido. En este supuesto, los daños que sufre el inversor, son daños extracontractuales. La normativa interna se aplica si el intermediario no está domiciliado en un Estado Miembro, ni tampoco en Islandia, Noruega o Suiza. En el primer caso es de aplicación el Reglamento 44/2001 y en el segundo, el Convenio de Lugano. En el resto de supuestos, la competencia judicial internacional de los tribunales españoles en materia extracontractual se determina de acuerdo con el art. 22.3 LOPJ. La norma prevé que en materia de obligaciones extracontractuales, los tribunales españoles son competentes cuando el hecho del que deriven haya ocurrido en

territorio español o el autor del daño y la víctima tengan su residencia habitual común en España. El término “obligaciones extracontractuales” se determina por la *lex fori*, esto es, para determinar si se trata de un daño extracontractual, el tribunal ha de aplicar el Derecho español⁵⁹².

El primer foro especial que establece la norma es el *forum delicti commissi*, que otorga competencia a los tribunales españoles si el hecho dañoso se ha producido en territorio español. El supuesto se aplica en dos ocasiones. En primer lugar, los tribunales españoles son competentes si el hecho dañoso se ha originado en España. Y en segundo, si el daño se manifiesta en territorio español⁵⁹³. La atribución de la competencia se justifica con la existencia de un vínculo objetivo entre el tribunal español y el lugar en el que se origina o se manifiesta el daño. En ambos casos la competencia de los órganos judiciales españoles se justifica por la existencia de una conexión objetiva en cuanto a la prueba y la organización del proceso.

El hecho causal se origina en España cuando el intermediario opera desde un lugar situado en territorio español. En cuanto a la segunda posibilidad, los tribunales españoles serán competentes si la cuenta del inversor que el intermediario utiliza para realizar las transacciones se encuentra en España. El hecho dañoso ha afectado de forma *directa* al capital que el cliente transfiere en la cuenta bancaria gestionada por la empresa de servicios de inversión para los fines de las transacciones pactadas. Dicha cuenta, consecuentemente, es el punto de conexión concreto y objetivo que vincula los tribunales españoles con el litigio.

El segundo supuesto establece un criterio alternativo - los tribunales españoles serán competentes siempre que ambas partes, el inversor y su broker/banco, tienen su residencia habitual en España.

⁵⁹² VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., p. 198

⁵⁹³ VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., p. 198 estiman que “De todos modos, en la medida en que el fundamento material coincide, valen la mayoría de las consideraciones hechas en relación al art. 5.3 del Reglamento”. En este contexto, también, ESPLUGUES MOTA, Carlos/ IGLESIAS BUHIGUES, José Luis, *Derecho internacional privado*, cit., p. 422

Este supuesto, sin embargo, tiene escasa aplicación cuando coincide con el precepto del art. 2 R 44/2001. Si el intermediario que causa con sus consejos pérdidas financieras a su cliente, está domiciliado en España, se aplica el Reglamento 44/2001- el demandado tiene su domicilio en un Estado Miembro. La regla del art. 22.3 LOPJ se aplica en los casos en los que el demandado no es el autor del daño (responsabilidad vicaria) y no está domiciliado en un Estado Miembro o en un Estado parte del Convenio de Lugano⁵⁹⁴. Este sería el caso, por ejemplo, en el que la empresa de servicios de inversión que contrata el inversor y da los consejos financieros que éste sigue, haya sido absorbida por una sociedad, por ejemplo, norteamericana. El autor del daño es el intermediario, domiciliado en España, pero el demandado es la entidad extranjera puesto que con la adquisición sustituye la sociedad absorbida en sus relaciones con los clientes y los competidores. El art. 22.3 LOPJ opera cuando el consejo que causa la pérdida se hace antes de la absorción pero el daño se produce después. El que lo origina es el intermediario, domiciliado en España y a la que se demanda es a la sociedad norteamericana.

6. *EL INVERSOR EN SU CALIDAD DE CONSUMIDOR Y LA LOPJ*

El inversor que actúa en calidad de consumidor y confía sus ahorros a una empresa de intermediación financiera o adquiere valores de una compañía domiciliada en un tercer Estado, puede buscar defensa de sus derechos e intereses ante los tribunales españoles siempre y cuando se cumplen las condiciones del primer apartado del art. 22.4 LOPJ. De acuerdo con lo previsto en el primer apartado de la norma, los órganos judiciales españoles serán competentes para conocer del litigio “en materia de contratos de consumidores cuando el comprador tenga su domicilio en España si se trata de una venta a

⁵⁹⁴ VIRGÓS SORIANO, Miguel/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho Procesal Civil...*, cit., pp. 198- 199

plazos de objetos muebles corporales o de prestamos destinados a financiar su adquisición; y en el caso de cualquier otro contrato de prestación de servicio o relativo a bienes muebles, cuando la celebración del contrato hubiere sido precedida por oferta personal o de publicidad realizada en España o el consumidor hubiera llevado a cabo en territorio español los actos necesarios para la celebración del contrato”.

La normativa nacional opera en los casos en los que el demandado está establecido en un Estado que no pertenece a la UE, puesto que en el caso contrario es de aplicación el Reglamento 44/2001. El segundo elemento que condiciona la operatividad de las disposiciones internas exige que la compañía que ofrece servicios de inversión o vende sus acciones, tenga una sucursal o agencia a través de la que realiza su actividad mercantil en un Estado Miembro. Tal limitación se desprende de la norma prevista en el art. 15.2 R44/2001 en el que el legislador comunitario prevé que cuando el demandado no está domiciliado en un Estado Miembro pero tiene una sucursal, agencia o cualquier otro establecimiento en un país miembro de la UE, se considera para todos los litigios relativos a su explotación, que está domiciliado en este Estado Miembro. Consecuentemente, la competencia judicial internacional de los tribunales españoles en el caso en el que el inversor contrata con la sucursal o agencia en España de una empresa establecida en un tercer Estado, se determina en virtud del art. 15.2 R44/2001 y no sobre la base del art. 22.4 LOPJ. La acumulación de tales circunstancias inhabilita la aplicación de la norma interna de DIPr. cuando la parte demandante es un consumidor y el demandado opera en el mercado español a través de una sucursal.

Sin embargo, tal conclusión no es absoluta, puesto que no abarca todos los supuestos posibles. El conflicto viene fomentado por la diferencia entre la normativa comunitaria y la nacional del concepto de “consumidor”. El término comunitario es un concepto autónomo que se establece en la jurisprudencia del Tribunal de Justicia, en virtud de la cual el consumidor es toda persona física que actúa con un propósito

ajeno a su actividad comercial o profesional⁵⁹⁵. La aplicación del art. 22.4 LOPJ se hace en el marco de la normativa interna sobre consumidores. La política nacional de protección de la parte económicamente más débil y jurídicamente menos experimentada encuentra sus bases en el art. 51 de la Constitución española, que en su párrafo 1 establece el marco general de defensa de los derechos e intereses de los consumidores y usuarios. La noción se encuentra definida, de forma general, en el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias⁵⁹⁶. El art. 3 entiende por consumidores o usuarios las personas físicas o jurídicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional. El consumidor es, por lo tanto, cualquier operador económico que adquiere productos o servicios destinados a satisfacer sus propias necesidades⁵⁹⁷. Es el destinatario

⁵⁹⁵ El tema ha sido previamente analizado en el presente Capítulo. No obstante, en cuanto a concepto de “consumidor”, mire Sentencia del TJCE de 3 de julio de 1997. *Francesco Benincasa contra Dentalkit Srl*. Asunto C-269/95. Recopilación de Jurisprudencia 1997 p. I-3767; Sentencia del TJCE de 19 de enero de 1993, *Shearson Lehmann Hutton Inc. contra TVB Treuhandgesellschaft für Vermögensverwaltung und Beteiligungen mbH*, Asunto C-89/91, Recopilación de Jurisprudencia 1993 p. 139; Sentencia del TJCE de 11 de julio de 2002, *Rudolf Gabriel*, Asunto C-96/00, Recopilación de Jurisprudencia 2002 p. I-6367; Sentencia del TJCE de 27 de abril de 1999, *Hans-Hermann Mietz v Intership Yachting Sneek BV*, Asunto C-99/96, Recopilación de Jurisprudencia. I-2277, apartado 26; Sentencia del TJCE de 20 de enero de 2005, *Petra Engler contra Janus Versand GMBH*, Asunto C-27/02; Sentencia del TJCE de 15 de septiembre de 1994, *Wolfgang Brenner y Peter Noller contra Dean Witter Reynolds Inc*, asunto 318/93, Recopilación de Jurisprudencia 1994 p. I-4275

⁵⁹⁶ Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias (BOE núm. 287, de 30-11-2007, pp. 49181-49215) que refunde en cumplimiento de la Ley 44/2006 de 29 de diciembre, de mejora de la protección de los consumidores y usuarios (BOE núm. 312, de 30-12-2006, pp. 46601-46611) la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la defensa de los consumidores y usuarios (BOE núms. 175 y 176, de 24-07-1984). Los artículos 8.3, inciso segundo, y 40 están redactados conforme a la STC de 26 de enero de 1989, núm. 15/1989 (Suplemento del BOE núm. 43, de 20-02-1989), la Ley 26/1991, de 21 de noviembre, sobre contratos celebrados fuera de los establecimientos mercantiles; la regulación dictada en materia de protección a los consumidores y usuarios en la Ley 47/2002, de 19 de diciembre, de reforma de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista, para la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva sobre contratos a distancia, la Ley 23/2003, de 10 de julio, de Garantías en la Venta de Bienes de Consumo (BOE núm. 165, de 11-07-2003, pp. 27160-27164), la Ley 22/1994, de 6 de julio, de responsabilidad civil por los daños causados por productos defectuosos; la Ley 21/1995, de 6 de julio, sobre viajes combinados

⁵⁹⁷ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Competencia judicial internacional...”, *cit.*, pp. 45-60, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, Alberto, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, Rodrigo, *Estudios jurídicos...*, *cit.*, pp. 27 y sigs.; CARRASCO PERERA, Ángel, *El derecho del consumo en España: presente y futuro*, Instituto Nacional de Consumo, Madrid, 2002, pp. 21 y sigs.; DÍAZ ALABAR, Silvia, “El concepto de consumidor en el arbitraje de consumo”, en *El arbitraje de consumo: una nueva dimensión del arbitraje de derecho privado* / coord. por Carles Enric Florensa i Tomàs, 2004, Valencia, Tirant lo Blanch, pp. 51-84; FERNÁNDEZ GIMENO, José Pascual, “Los consumidores y usuarios como sujetos afectados a una especial

final del producto o del servicio adquirido que no tiene intención de emplearlo en su actividad laboral o profesional con el fin de recuperar el capital invertido. El carácter de consumidor, en este caso, lo determina la finalidad con la que el cliente adquiere el producto o contrata el servicio. Si la contratación jurídica tiene como objetivo que el elemento adquirido siga en el tráfico comercial, el adquirente no se puede calificar como consumidor y, consecuentemente, no puede gozar de la protección especial que ofrece la normativa. En su jurisprudencia los tribunales españoles confirman el requisito de actuar como un destinatario final y adquirir el producto o el servicio para un uso personal⁵⁹⁸.

La obligación, prevista en la legislación nacional, de actuar como destinatario final para poder beneficiarse del régimen especial de protección como consumidor, coincide con los requisitos establecidos de la jurisprudencia del TJCE. La diferencia que se observa entre el régimen comunitario y el interno, no obstante, es que el RD atribuye carácter de consumidor tanto a las persona físicas, como a las personas jurídicas. La normativa nacional reconoce el derecho de una protección especial de cada persona que adquiere productos o contrata servicios que no emplea en su actividad profesional sin especificar en que circunstancias se les puede atribuir a las personas jurídicas el carácter de consumidores⁵⁹⁹. La persona jurídica puede beneficiarse de la normativa de protección de consumidores, siempre y cuando adquiera los productos a los servicios para un uso interno, diferente de su

tutela jurídica” en *Derecho de consumo*, en REYES LÓPEZ, María José, *Derecho de consumo*, Tirant lo Blanch, Valencia 2002, pp. 65 y sigs.; LASTRE ÁLVAREZ, Carlos, *Manual sobre protección de los consumidores y usuarios*, Dykinson, Madrid, 2003, pp. 53 y sigs., II Jornadas de Derecho y Consumo: El Puerto de Santa María, 1989; Excmo. Ayuntamiento. Área de Bienestar Social. Concejalía de Consumo, DL 1991, pp. 20

⁵⁹⁸ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil), Sentencia núm. 922/2000 de 16 octubre, RJ 2000\9906, no es consumidor “quien, sin constituirse en destinatario final del producto, lo adquiere para integrarlo en actividades empresariales o profesionales”. En el mismo contexto, en la Sentencia núm. 171/2002 de 31 octubre de Audiencia Provincial de Teruel (Sección Unica), AC 2002\1508, y la Sentencia de la Audiencia Provincial de Burgos de 15 febrero de 2001 (AC 2001, 875) el tribunal declara que se excluyen del ámbito de aplicación de la normativa de protección de los consumidores cuando “ese bien o servicio que se adquiere, tenga por finalidad directa llevar a cabo labores de producción, transformación, comercialización o prestación a terceros, de tal manera que esos bienes o servicios se integren de manera relevante en el ámbito comercial que desarrolla la adquirente”.

⁵⁹⁹ FERNÁNDEZ GIMENO, José Pascual, “Los consumidores y usuarios...”, *cit.*, pp. 78 y sigs.; LASTRE ÁLVAREZ, Carlos, *Manual sobre protección...*, *cit.*, pp. 63 y 69-70

actividad profesional, es decir, deben ser “utilizados o consumidos por personas vinculadas a ella cuando no medie entre ellas relación alguna de mercado”⁶⁰⁰. La posición del legislador nacional en este tema en concreto tiene muy pocos argumentos en favor. En primer lugar, resulta difícil probar que los productos o los servicios contratados no guardan relación alguna con el mercado. Por otro lado, aunque se puede demostrar la falta de vinculación, se debe tener en cuenta que la adquisición realizada siempre tendrá relación, directa o indirecta con la actividad profesional. Si no, lo que no es aceptable, desde el punto de vista económico, es justificar un gasto realizado con dinero de la empresa para satisfacer una necesidad personal. El art. 3 DR 1/2007 expresamente establece que tal gasto ha de tener una finalidad ajena de la actividad empresarial o profesional. Es cierto que la adquisición de muebles para el uso del personal no se hace con el fin de volver a introducirlos en el tráfico mercantil, pero están destinados a facilitar el desarrollo de la actividad de la entidad o son las herramientas necesarias para actuar en el mercado. El uso que se hace de tales productos o servicios es difícil calificarlo como ajeno a la actividad profesional, puesto que guarda una vinculación con el funcionamiento de la entidad.

Para poder entender el razonamiento del legislador en este supuesto, se ha de acudir al concepto de persona jurídica que establece el art. 35 Código Civil. La norma determina como personas jurídicas todas las asociaciones, corporaciones y fundaciones de interés público, reconocidas por la ley. Una noción tan amplia abarca todos los supuestos independientemente de si la entidad opera con o sin ánimo de lucro. El legislador nacional ha tomado en consideración los elementos específicos de la reglamentación de las personas jurídicas y ha querido englobar el máximo de supuestos, tanto de carácter general, como especial, al determinar el régimen exclusivo de protección previsto en la normativa de defensa de los consumidores y usuarios. Por esta razón, sería excesivo excluir todas las personas jurídicas como

⁶⁰⁰ LASTRE ÁLVAREZ, Carlos, *Manual sobre protección...*, cit., p. 70.

merecedoras de una protección especial y centrar el beneficio legal únicamente a las personas físicas.

La pregunta inmediata que surge en este contexto es la de si la persona jurídica que invierte parte de sus activos en participaciones de otras compañías, que cotizan en bolsa o no, se considera consumidor y por lo tanto, puede beneficiarse del régimen especial de atribución de competencia judicial internacional que establece el art. 22.4 LOPJ. Para responder a esta pregunta es preciso tomar en consideración que el RD 1/2007 es una norma que tiene carácter general. Para poder determinar si las personas jurídicas gozan del régimen especial en materia de contratos financieros se ha de acudir a la normativa especial. La noción de consumidor se encuentra en la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores⁶⁰¹. El art. 5 Ley 22/2007 atribuye carácter de consumidor a toda persona física que, en los contratos a distancia, actúa con un propósito ajeno a su actividad empresarial o profesional. Consecuentemente, en cuanto a los contratos financieros, la protección especial en materia de consumidores beneficia únicamente a los inversores, personas físicas, que invierten sus ahorros en participaciones de empresas que cotizan en mercados bursátiles u ofrecen libremente sus acciones. Las personas jurídicas, independientemente de si actúan con o sin ánimo de lucro, quedan excluidas de la categoría de los consumidores. En materia de contratación financiera la realización de una inversión siempre se hace con un fin lucrativo y se refleja sobre el patrimonio de la persona que la realiza. En este supuesto ambos contratantes actúan como profesionales y disponen de recursos, tanto humanos, como financieros, para acceder a la información necesaria acerca de la compañía que ofrece sus participaciones o para recibir asesoramiento

⁶⁰¹ El concepto de establece en el art. 5 Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores sin perjuicio de la aplicación de la normativa general sobre servicios de la sociedad de la información y comercio electrónico que se contiene en la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y comercio electrónico y, en su caso, en el capítulo II del Título III y disposición adicional primera de la Ley 7/1996, de 15 de enero, de ordenación del comercio minorista y demás normativas de aplicación general a los consumidores, así como la normativa especial que rige la prestación de los servicios financieros en cada caso concreto.

jurídico o económico en cuanto a los posibles riesgos que supone realizar la inversión. La razón de la protección especial que la ley proporciona a los consumidores es la desigualdad entre las partes. En el ámbito de las inversiones el hecho de que los contratantes actúan como profesionales elimina la desproporción en cuanto a la defensa de los propios intereses. Por lo tanto, la compañía que adquiere acciones de otra empresa a través de una transacción en bolsa o mediante compra directa no necesita una protección superior de la que ofrece el régimen general.

Consecuentemente, en el marco de la contratación financiera el trato privilegiado del que gozan los consumidores se proporciona tan sólo a las personas físicas que deciden invertir en la compañía interesada adquiriendo parte de sus valores. La inversión tiene como objetivo, por un lado, financiar la compañía que ofrece sus acciones y, por otro, proporcionar un beneficio material de las participaciones adquiridas. El fin lucrativo de la transacción que realiza el inversor, persona física, no influye sobre su perfil de consumidor eliminando el carácter de parte más débil. El hecho de que realiza una operación financiera no es motivo suficiente para inhabilitar las normas especiales de protección. Es cierto que el inversor proporciona sus ahorros para obtener un beneficio y que el capital que invierte se introduce en el mercado. Esto, sin embargo, no convierte la transacción que realiza en una actividad profesional⁶⁰². El inversor proporciona parte de sus ahorros adquiriendo participaciones de la empresa, pero actúa como un usuario final y, lo que es determinante para su carácter de consumidor, la transacción que realiza, es ajena a su actividad profesional o comercial. La figura del consumidor en la normativa nacional corresponde por completo con el modelo comunitario debido a que el desarrollo del sistema interno de protección de los intereses de los inversores sigue la política de la UE en esta materia. Por lo tanto, el perfil del inversor-consumidor comunitario que se defendió en las

⁶⁰² ARENAS GARCÍA, Rafael, “Tratamiento jurisdiccional del ámbito...”, *cit.*, p. 46 y sig.

páginas anteriores, encaja por completo con la figura prevista en la normativa interna.

En este aspecto, la protección que ofrece el art. 22.4 LOPJ beneficia a todas las personas físicas que adquieren acciones de compañías que cotizan en bolsa o no. El *forum actoris* permite al consumidor hacer valer sus derechos ante los tribunales españoles, en primer lugar, cuando el afectado tiene su domicilio en España, si se trata de una venta a plazos de objetos muebles corporales o de prestamos para adquirir éstos últimos. El supuesto resulta inaplicable en la materia de contratos de adquisición de valores, puesto que las acciones no son objetos corporales, sino participaciones que otorgan ciertos derechos y obligaciones a su poseedor. El hecho de que en ocasiones pueden estar representadas en forma material, a través de un certificado, no les convierte en objetos, sino tan sólo facilita la prueba de la calidad de accionista.

El segundo supuesto del art. 22.4 LOPJ, sin embargo, permite al inversor –persona física, acogerse a la protección procesal prevista para consumidores al establecer que la parte afectada, siempre que sea el contratante más débil, puede buscar defensa de sus derechos e intereses ante los tribunales españoles en dos ocasiones. En primer lugar, el *forum actoris* opera si el contrato tiene como objeto la prestación de un determinado servicio o un bien mueble, y la celebración del contrato ha sido precedida por oferta personal o de publicidad realizada en España. El segundo supuesto se activa cuando el consumidor realiza en territorio español los actos necesarios para la celebración de dicho contrato. En ambos casos, se observa que la operatividad del supuesto en cuestión depende de la existencia de una especial relación territorial entre el consumidor y el mercado en el que él adquiere el producto o contrata el servicio. La relación se constituye en el momento en el que la compañía empieza a desarrollar su actividad comercial en el mercado español, sea de forma directa al celebrar contratos de servicios de inversión con los ahorradores, sea, de manera indirecta, promocionando sus productos o servicios a través de

cualquier tipo de actividad publicitaria. La aplicación de la normativa española, en general, y las normas internas de determinar la competencia judicial internacional, en cuanto al tema que ocupa este Capítulo, se justifica precisamente por la vinculación tan estrecha que se forma entre los contratantes en su punto de encuentro. El inversor contrata los servicios de inversión o conoce la oferta comercial en el territorio español. Al mismo tiempo, la empresa interesada en promover sus productos o servicios actúa en el mercado del domicilio del inversor que es “el mercado de conquista del empresario y por tanto este último ha de soportar la posibilidad de ser demandado en los tribunales de este país”⁶⁰³.

El art. 22.4 LOPJ, sin embargo, no exige que el consumidor tenga su domicilio en el España. Los requisitos para aplicar el supuesto en cuestión son dos, o bien, que la celebración del contrato se preside de un oferta o publicidad que se realiza en el mercado nacional, o bien, que los actos necesarios para la celebración del contrato se hayan realizado en territorio español⁶⁰⁴. De la redacción de la norma se desprende que en los contratos celebrados con consumidores los tribunales españoles son competentes independientemente de si el inversor está o no domiciliado en España⁶⁰⁵. Basta con que la oferta se haya destinado al mercado español o que los actos necesarios para la celebración del contrato se hayan efectuado en España. Consecuentemente, si se da alguno de estos supuestos, el inversor, persona física, domiciliado o no en España, puede buscar protección de sus intereses ante los tribunales españoles.

⁶⁰³ FERNÁNDEZ MASIÁ, Enrique “Los contratos de consumo...”, *cit.*, p.16

⁶⁰⁴ HERRERO PEREZAGUA, Juan Francisco, *Jurisdicción y competencia...*, *cit.*, p. 58

⁶⁰⁵ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Competencia judicial internacional...”, *cit.*, p. 9

6.1. LA SUMISIÓN EXPRESA EN LOS CONTRATOS CELEBRADOS CON CONSUMIDORES

Una de las diferencias sustanciales entre el Reglamento 44/2001 y la LOPJ, en cuanto al régimen especial que se ofrece a los consumidores, es que la norma comunitaria acepta como válida la cláusula de sumisión a un determinado tribunal si las partes la pactan después de que el conflicto haya surgido. En la normativa interna la voluntad de las partes, cuando una de ellas es un consumidor, no se prevé como criterio para determinar la jurisdicción de los tribunales españoles. El único caso en el que la normativa interna reconoce la voluntad de las partes de elegir el tribunal competente es la norma del art. 22.2 LOPJ. La disposición interna en cuestión se emplea solamente entre partes iguales, es decir, uno de los requisitos de validez de la cláusula de elección es que ambas partes sean profesionales. En el ámbito de los contratos con consumidores el principio que rige el régimen especial de protección se basa en su carácter de parte económicamente más débil y jurídicamente menos experimentada. Tal principio rige tanto la política comunitaria en este sector, como la normativa nacional y tiene carácter absoluto puesto que regula todos los aspectos de la contratación.

El nivel especial de protección, en este sentido, excluye la posibilidad de que en un contrato se servicios de inversión o de adquisición directa de acciones, en el que la contraparte es un inversor, persona física, se incluya una cláusula de sumisión ante un determinado tribunal. Tal conclusión se desprende de la jurisprudencia de los tribunales españoles que, en sus decisiones sobre el tema declaran abusivos los pactos de elección que derogan su jurisdicción⁶⁰⁶. La base jurídica que les permite declarar la nulidad de tales cláusulas se encuentra en el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de

⁶⁰⁶ Sentencia Tribunal Supremo núm. 102/1999 (Sala de lo Civil), de 2 febrero, RJ 1999\528; Sentencia Tribunal Supremo núm. 409/1998 (Sala de lo Civil), de 27 abril, RJ 1998\2933; Sentencia Tribunal Supremo núm. 351/1999 (Sala de lo Civil), de 19 abril, RJ 1999\2587; Sentencia Tribunal Supremo núm. 179/1998 (Sala de lo Civil), de 20 febrero, RJ 1998\604; Sentencia Tribunal Supremo núm. 774/1998 (Sala de lo Civil), de 20 julio, RJ 1998\6192

noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias. La norma material desarrolla el sistema de defensa de los consumidores al interponer en el ordenamiento jurídico nacional las disposiciones comunitarias sobre el tema, entre las cuales se incluye la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores. En el Capítulo II del Real Decreto se establecen los elementos que caracterizan las cláusulas contractuales como abusivas. El art. 82 RD determina como abusivas todas “las estipulaciones no negociadas individualmente y todas aquéllas prácticas no consentidas expresamente que, en contra de las exigencias de la buena fe causen, en perjuicio del consumidor y usuario, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato”. El apartado 4 de la misma norma establece de forma más detallada los supuestos en los que los pactos contractuales se consideran nulos por ser abusivos. El régimen prohibitivo se extiende a las cláusulas que vinculen el contrato a la voluntad del empresario, limiten los derechos del consumidor y usuario, determinen la falta de reciprocidad en el contrato, impongan al consumidor y usuario garantías desproporcionadas o le impongan indebidamente la carga de la prueba, resulten desproporcionadas en relación con el perfeccionamiento y ejecución del contrato o contravengan las reglas sobre competencia y derecho aplicable. La presencia de uno de estos elementos anula todo acuerdo contractual. Consecuentemente, en los contratos de transacción internacional de acciones la cláusula de elección de tribunal se nula por tres motivos, previstos en el RD. En primer lugar, los contratos de servicios de inversión, realizados en presencia de las partes o a distancia, suelen ser contratos-modelo en los que todas las condiciones vienen preestablecidas. En la mayoría de los casos no se permite a la parte contratante exponer sus condiciones, ni tampoco, negociar los existentes. De esta forma el empresario vincula el contrato a su propia voluntad al obligar al inversor a aceptarlo en su totalidad.

Por otra parte, al imponer el contrato-modelo el empresario limita significativamente la libertad del inversor de negociar las condiciones contractuales que más le convienen.

En tercer lugar, la letra f) del art. 82.4 declara nulos todas las cláusulas contractuales que vulneran las reglas sobre competencia y Derecho aplicable. En este aspecto, las normas de la LOPJ no prevén la posibilidad de que las partes en un contrato de adquisición de acciones en el que una es consumidor elegir el tribunal que resuelva la controversia. La falta de regulación significa, en este caso concreto, que todo pacto que determina un órgano judicial diferente del tribunal que tiene la jurisdicción de acuerdo con las normas generales, infringe las reglas de competencia y, por lo tanto, es nulo. La inaplicabilidad completa de la cláusula de sumisión expresa se establece, asimismo, en el apartado 3 del art. 90 en el que se declara nulos los pactos a “Juez o Tribunal distinto del que corresponda al domicilio del consumidor y usuario, al lugar del cumplimiento de la obligación o aquél en que se encuentre el bien si éste fuera inmueble”. Dicha disposición es una norma del Derecho interno y no determina la competencia judicial internacional de los tribunales españoles, sino la territorial. Si embargo, la declaración expresa de nulidad de los pactos en contratos internos puede servir como muestra de las intenciones del legislador nacional en cuanto a los contratos intencionales y aclarar, hasta un cierto punto, el vacío legal que existe en la regulación de la sumisión expresa en la LOPJ.

CONCLUSIONES

La modernización del sistema de tenencia y transfer de valores negociables repercute, inevitablemente sobre los parámetros que determinan la competencia judicial internacional. En el sistema multinivel la adquisición de participaciones societarias no se limita al pago de las acciones y el transfer de la propiedad con la entrega del

título. La estructura piramidal, constituida por múltiples intermediarios, crea diferentes tipos de relaciones, todas ellas relacionadas con la adquisición y/o la custodia y administración de las acciones anotadas en cuenta. En este contexto, se distinguen la relación entre la sociedad emisora y el adquiriente inicial que en las transacciones internacionales normalmente es el intermediario del primer escalón. Posteriormente, éste intermediario vende las participaciones a su cliente y así, sucesivamente, hasta llegar al último inversor. En la cadena que se forma se contrata tanto la adquisición y el transfer de los valores, como su custodia y administración. El incumplimiento de las obligaciones de cualquiera de los operadores implicados causa perjuicios, contractuales y/o extracontractuales, a su contraparte. La obligación del cliente, persona física o jurídica, es pagar el precio de la transacción y las comisiones acordadas en el contrato. El deber del vendedor, sea la sociedad anónima o el titular de los valores, es transferir los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta. La obligación del intermediario es adquirir las participaciones societarias a nombre de su cliente o a nombre suyo pero por cuenta del inversor, y custodiar y administrar los valores, respetando las normas reguladoras.

Las características particulares de los contratos de tenencia y transfer de participaciones societarias inciden sobre la aplicación de las normas de competencia judicial internacional. El régimen de determinación del foro competente en la materia, objeto de análisis de este trabajo, presenta una especial complejidad. La competencia de los tribunales españoles se determina, siguiendo un esquema jerárquico entre las normas convencionales, institucionales e internas relativas a la competencia judicial en materia civil y mercantil. Tal interrelación se establece de manera expresa en las normas en cuestión y tiene un efecto preventivo- viene a evitar los conflictos de aplicación. De esta manera se salvaguarda la seguridad jurídica y se garantiza el correcto funcionamiento del mercado. Sin embargo, la obligación del tribunal español de tomar en consideración los diferentes instrumentos dificulta

sustancialmente la interpretación y la correcta aplicación de las normas correspondientes. Por otro lado, los criterios de determinación del foro se ven condicionados por una serie de factores objetivos que vinculan el tribunal con el mercado en el que se desarrolla la operación de transacción o en el que opera la persona afectada. En este contexto, todos los instrumentos pretenden conciliar los intereses del mercado con los derechos de los operadores. Los criterios de determinación del tribunal competente varían en función de elementos concretos que identifican el contrato o los contratantes.

Así pues, los criterios del foro se condicionan por la calidad que ostenta el inversor- si es una persona física o jurídica. La naturaleza del inversor es un factor importante que juega papel primordial a la hora de determinar la competencia judicial internacional de los tribunales españoles. No se observan problemas, diferentes de los habituales, cuando el contratante es persona jurídica. Sin embargo, si a la persona física invierte sus ahorros en participaciones societarias se aplican las normas sobre consumidores. Los inversores- personas físicas cumplen, aunque de forma no convencional, los requisitos que establece la normativa comunitaria y nacional en esta materia. El carácter especulativo de las operaciones financieras y la finalidad lucrativa de estas son algunos de los aspectos que no pueden ser analizados de forma individual, fuera del contexto de la relación, sino que se han de interpretar junto al resto de elementos constitutivos del concepto de consumidor. El inversor es una persona física que actúa fuera de su ámbito profesional – invierte sus propios ahorros, esto sí, buscando el máximo beneficio económico, que se refleja en sus activos financieros. Las transacciones sobre participaciones societarias no se diferencian, desde esta perspectiva, del resto de operaciones que los particulares realizan en el tráfico mercantil, como por ejemplo, la adquisición de un bien inmueble que la persona compra a un precio y vende a otro, más alto. El fin es el mismo- el beneficio financiero. Si las normas de protección de los consumidores son aplicables en este ejemplo, significa que también lo son en los supuestos de operaciones sobre

participaciones societarias que se realizan en los mercados financieros internacionales. El inversor – persona física es un consumidor. Tal calidad se reconoce en la normativa comunitaria y nacional. La Unión Europea ha adoptado normas especiales sobre la protección de los derechos de las personas físicas que, actuando fuera de su ámbito profesional, invierten sus ahorros en los mercados financieros. Las instituciones comunitarias reconocen la importancia de los inversores – personas físicas y su papel para el desarrollo del sector financiero. En este contexto, para determinar la competencia de los tribunales españoles en un litigio que versa sobre un contrato entre el intermediario y el inversor-persona física son de aplicación las normas especiales de los contratos celebrados con consumidores.

Otro aspecto importante de las operaciones relacionadas con la tenencia y el transfer de las acciones que influye inevitablemente sobre los criterios que se aplican para determinar la competencia de los tribunales españoles es la naturaleza que ostentan las participaciones societarias. Las participaciones societarias *no* son mercancías. Son un conjunto de derechos y obligaciones del accionista oponibles a la sociedad emisora y a terceros. Estos derechos y obligaciones son bienes intangibles que se pueden o no incorporar en un soporte físico- en un título. Estas características de las acciones no permiten que se les califique como mercancías. El trato especial que se otorga a los valores negociables se debe a su particular forma de subsistir y circular en el comercio internacional. Las participaciones societarias son bienes intangibles que tienen valor económico y pueden ser objeto de transmisión. Tal valor económico deriva de los derechos representados sin que la forma de los valores tenga relevancia alguna. Aunque en ocasiones se incorporen en títulos, su valor no procede del papel, sino de los derechos y obligaciones que incorpora. La naturaleza particular de las acciones incide en el ámbito de la competencia judicial internacional, haciendo inoperativo el precepto del art. 5.1.b) Reglamento 44/2001.

Por otro lado, relevancia en el tema analizado tiene las características particulares de las operaciones relacionadas con al tenencia y el transfer de las acciones. Las transacciones de participaciones societarias son operaciones electrónicas de anotaciones contables de débito y crédito que se reflejan en las cuentas del vendedor y del comprador. Los instrumentos, internacionales, institucionales o internos, relativos a la competencia judicial apenas reflejan la modernización que experimentan los mercados electrónicos. La falta de criterios claros que determinen la competencia de los tribunales nacionales en materia de contratos de servicios de inversión a distancia ha obligado las autoridades nacionales a adoptar disposiciones específicas que regulen el tema. Es imprescindible, en este contexto, coordinar las normas de conflicto de jurisdicción con las de ley aplicable. El legislador comunitario establece en Reglamento Roma I normas especiales que regulan la problemática conflitual relacionada con la contratación bursátil, la emisión, la oferta de venta al público o las ofertas públicas de adquisición de valores negociables, y la suscripción y el reembolso de participaciones en organismos de inversión colectiva, mientras que tales normas faltan en los instrumentos relativos a la competencia judicial, tanto internacionales, como internos. El desarrollo tecnológico que presencian los mercados financieros internacionales dota de características propias y hace imprescindible la adopción de normas comunitarias e internas que aborden la problemática que incide en el DIPr.

CAPÍTULO III

LEY APLICABLE A LA EMISIÓN, LA TENENCIA Y EL TRANSFER DE LAS PARTICIPACIONES SOCIETARIAS

INTRODUCCIÓN

Las operaciones de adquisición de acciones que se realizan en los mercados contemporáneos internacionales se caracterizan con una especial complejidad. El modelo simple de transfer del título del emisor al inversor es cada vez más difícil de encontrar. La estructura de la compraventa de acciones a través de la cadena de intermediarios ha eliminado por completo la relación entre el emisor y el último inversor. Al mismo tiempo, la presencia de elementos extranjeros implica la aplicación de más de una normativa nacional para resolver los conflictos que surgen en la cadena de adquisición.

Este Capítulo tiene como objeto presentar los criterios para determinar de la ley aplicable a la emisión, la tenencia y transfer de las participaciones societarias. El Capítulo contiene dos Secciones. En la primera se presenta la problemática conflictual relacionada con la naturaleza de las acciones. Se exponen los criterios para determinar la ley aplicable a la emisión, a la forma de representación y a la tenencia de las participaciones societarias. Se presta especial atención a la problemática conflictual de la relación directa entre el emisor y el accionista, independientemente de la relación que se forma por la adquisición de acciones. Problemas de índole especial presenta la determinación de la ley aplicable a la naturaleza y los efectos de los derechos derivados de los valores anotados en cuenta. Se analizan las razones por las que la regla de la *lex rei situs* ha sido modificada radicalmente y el empleo de nuevos puntos de conexión para determinar el Derecho aplicable. El análisis se centra, asimismo, sobre

los criterios para determinar la ley aplicable que regulan los derechos que tiene el titular de la cuenta contra el intermediario y terceros.

La Sección II analiza los criterios que aplican los tribunales españoles para determinar la ley aplicable a las relaciones contractuales y extracontractuales que se forman en el proceso de adquisición de acciones en los mercados financieros internacionales. Se analiza la relación contractual (y no corporativa) entre el emisor y el inversor y entre el intermediario y el inversor final, sea profesional o persona física que invierte sus ahorros en participaciones societarias. En este contexto, se estudian los criterios previstos en los Reglamentos Roma I y Roma II que han de aplicar los tribunales españoles a la hora de determinar la ley aplicable.

Los conflictos relacionados con las garantías sobre valores no entran en el tema del presente estudio por el carácter especial de la relación contractual y los correspondientes problemas de determinar el régimen jurídico aplicable que los convierte en merecedores de un análisis individual más extenso.

SECCIÓN I. LEY APLICABLE A LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA

1. EL SITUS DE LOS VALORES COMO CRITERIO PARA DETERMINAR LA LEY APLICABLE

El sistema de transacción de valores ha cambiado esencialmente durante las últimas décadas y con ello han cambiado los criterios para determinar la ley aplicable. En su inicio el método era relativamente simple. La compra de los valores se realizaba de forma directa: el emisor certificaba en un papel la adquisición por parte del comprador de los valores, anotando su nombre y los datos de relevancia que exigía la normativa aplicable. Los accionistas tenían en su poder las participaciones societarias y transferían la propiedad con la entrega del documento, en caso de acciones al portador, o con la entrega y el endoso, en caso de acciones nominativas. El título incorpora los

derechos y las obligaciones que se le otorgan al inversor con la adquisición. La posesión del documento es elemento imprescindible para realizar la transacción⁶⁰⁷.

Los valores representados por medio de títulos son activos tangibles a los que se aplican las normas de tenencia y transfer de los bienes mobiliarios. El criterio que se emplea para determinar la ley aplicable es el *situs*, el lugar en el que éstos se encuentran⁶⁰⁸. Consecuentemente, la ley aplicable es la *lex situs* o *lex rei sitae* - la ley del Estado en el que se encuentra el bien⁶⁰⁹.

En relación con las participaciones societarias representadas por medio de títulos, esta norma se transcribe de la siguiente manera. El *situs* de las acciones al portador es el lugar en el que se encuentran los títulos que incorporan los derechos de accionista. Por lo tanto, la ley aplicable es la ley del Estado en el que se hallan las acciones. En relación con las participaciones nominativas, el *situs* es el lugar en el que se encuentra el registro.

El *situs* es un criterio objetivo que permite localizar los activos mobiliarios geográficamente y de esta forma determinar la ley aplicable⁶¹⁰. Esta norma, sin embargo, quedaría obsoleta si no se toma en consideración, en cuanto a la situación de las acciones, la ley personal de la sociedad. Es decir, las acciones se encuentran en el lugar en el que de acuerdo con la *lex societatis* pueden ser objeto de una transacción. La ley personal de la sociedad determina el modo de transfer de las acciones. Si para la validez de la operación la ley personal exige la entrega de los títulos, los valores negociables se consideran situados en el lugar en el que se encuentran los documentos. En el caso en el que la *lex societatis* establece que toda

⁶⁰⁷ MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, Alfonso, *Valores mobiliarios anotados en cuenta...*, *cit.*, p.5; PAZ ARES, Cándido, "La desincorporación del título valor...", *cit.*, pp. 81-106; SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, "Valores anotados y construcción...", *cit.*, pp. 3-5

⁶⁰⁸ BENJAMIN, Joanna, "Determining the situs of interests in immobilised securities", *ICLQ*, vol. 47, 1998, pp. 923-934, p. 925-926; CRAWFORD, Bradley, "The "PRIMA" Convention...", *cit.*, 161; DICEY & MORRIS, *The conflict of laws*, *cit.*, p. 917-918

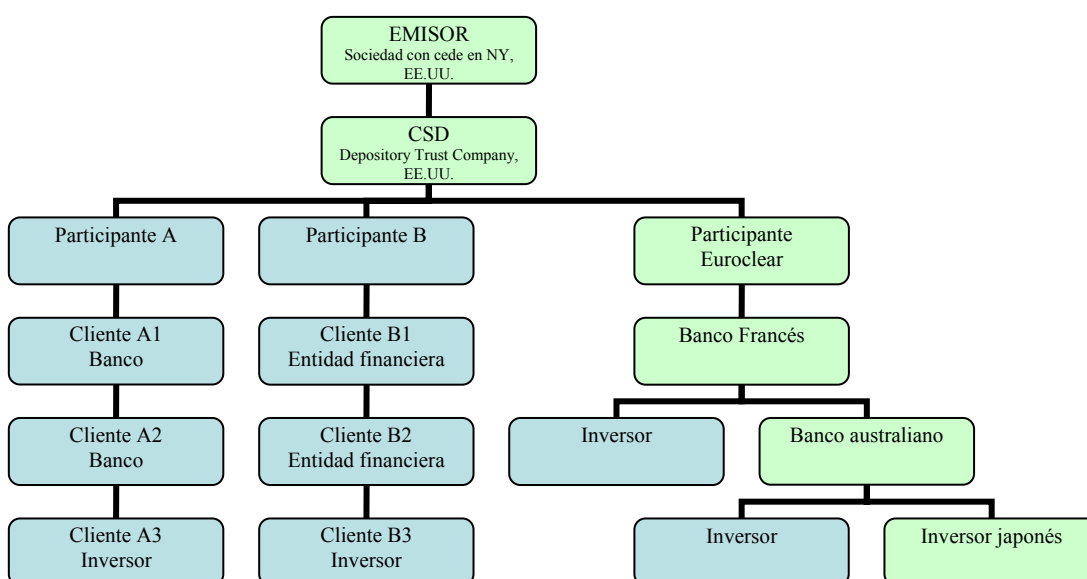
⁶⁰⁹ DICEY & MORRIS, *The conflict of laws*, *cit.*, p. 917- 918

⁶¹⁰ *Idem.*, p. 923

transacción se ha de anotar en el registro del emisor, el *situs* de los valores será el lugar en el que se encuentra el registro.

El *situs*, como criterio para determinar la ley aplicable a los valores, es difícil, sin embargo, de aplicar a los bienes que carecen de cuerpo físico. Los valores anotados en cuenta son activos intangibles que se transfieren con anotaciones electrónicas en una base de datos. ¿Cual, entonces, es el *situs* de éstos? ¿Cómo se determina la ley aplicable a los valores depositados en intermediario? La estructura del sistema de tenencia y transfer de las acciones anotadas en cuenta no permite dar una respuesta única. Para entender mejor la problemática ayudará uno de los ejemplos, utilizados en el Capítulo I, que presenta la adquisición de 10 000 acciones de una sociedad norteamericana por un inversor japonés⁶¹¹.

Figura 1



A, B y Euroclear son participantes en el DTC.

A es intermediario de A1 que administra los derechos derivados en cuenta de A2 que, por su parte es el que mantiene la cuenta

⁶¹¹ Capítulo I, Sección II, punto 2.1.2

contable de A3. El mismo esquema es válido para la cadena formada por B, B1, B2, B3.

La entidad emisora es una sociedad anónima de Los Ángeles, constituida de acuerdo con el Derecho de este Estado de California que emite 5 000 000 de acciones. Las participaciones societarias, representadas por títulos nominativos, están inscritas en el correspondiente registro. Los certificados físicos que representan todas las 5 000 000 de acciones están depositadas en el DTC (*Depository Trust Company*), conocida como Cede & Co.

Las 10 000 acciones el inversor japonés las adquiere a través de la sucursal de un banco francés en Sidney, Australia. En el registro de la entidad financiera australiana se abre una cuanta a nombre del inversor en la que se anota la compra de los derechos derivados. El banco australiano, por su parte, mantiene y gestiona en una cuenta global las 100 000 acciones de la sociedad norteamericana que tienen. En dicha cuenta ómnibus administra las participaciones societarias por cuenta de sus clientes y por cuenta propia.

La entidad australiana ha adquirido los 100 000 acciones de su matriz, un banco francés con Sede en París que tiene en su cartera las 500 000 de acciones de la sociedad estadounidense. El banco custodia los derechos negociables de la entidad australiana junto con los derechos derivados de otros clientes en una cuenta ómnibus en la que se anotan las transacciones en relación con las acciones en cuestión. El banco francés ha adquirido las participaciones societarias del Euroclear, el depositario central internacional, situado en Bélgica. Euroclear mantiene los derechos negociables de la entidad financiera junto con los derechos de otros clientes en una cuenta global. El depositario central belga, por su parte, tiene anotados los derechos derivados de las 3 000 000 de acciones junto con los derechos negociables de otros inversores, en una cuenta ómnibus administrada por un participante en DTC. Dicho participante tiene anotados en la cuenta global un total de 4 000 000 de acciones.

En resumen, el inversor japonés adquiere las acciones de la sociedad norteamericana de un banco australiano, que las tiene anotadas en una cuenta administrada por un banco francés. La entidad francesa adquiere los derechos derivados del Euroclear que tiene anotados los valores de la sociedad estadounidense en la cuenta de DTC.

En el sistema multinivel el objeto de negociación no son las acciones subyacentes. Éstos están depositados en un DCV. En los mercados financieros internacionales circulan los derechos derivados de los valores anotados en cuenta. En el sistema de tenencia indirecta el inversor mantiene relación contable y jurídica directa con su intermediario y no con el emisor⁶¹². El nombre del último adquiriente aparece sola y exclusivamente en el registro de su broker o banco. El resto de los participantes en la cadena no tienen constancia de su adquisición. Esto es, el nombre del inversor japonés se encuentra únicamente en el registro del banco australiano, cuya adquisición consta solamente en los libros del banco francés. La entidad financiera francesa mantiene relación contable y jurídica tan sólo con el Euroclear. El depositario central internacional consta como titular de los derechos negociables de la sociedad norteamericana únicamente en el registro del DTC. Para el emisor el accionista es la persona que consta en el registro correspondiente- el participante en el DTC.

En el ejemplo concreto, entonces, ¿Cuál es el *situs* de las acciones y cual es la ley aplicable a los valores que hoy en día se hallan habitualmente depositados en centrales de compensación y liquidación u otros intermediarios? Aplicando la regla de *lex rei sitae* se identifican las siguientes posibles respuestas:

1. La sociedad emisora está constituida y tiene su administración central en California y es allí donde se emiten las acciones. Consecuentemente, el *situs* de las participaciones es el Estado de

⁶¹² GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, "Los valores depositados en un intermediario...", *cit.*, p. 87

California, lo que significa que la ley aplicable es el Derecho de dicho Estado⁶¹³.

2. Los valores subyacentes están inscritos en el registro de la sociedad en Los Ángeles. Consecuentemente, si el *situs* es el *registro*, la ley aplicable es la ley del Estado de California.

3. Los valores están depositados en el *DCV*, situado en Nueva York. Asimismo, DTCC mantiene los derechos derivados sobre los valores que adquiere Euroclear. La ley aplicable, según el criterio del *situs*, entonces es la ley del Estado de Nueva York, por ser el lugar en el que se encuentra el depositario⁶¹⁴.

4. Euroclear mantiene los derechos negociables de la entidad financiera francesa junto con los derechos de otros clientes en una cuenta global. El Depositario Internacional está situado en Bélgica, por lo tanto, la *lex situs* es la ley belga.

5. El banco francés custodia y administra los valores adquiridos por el banco australiano, junto con los derechos derivados sobre los valores de otros clientes, en una cuenta electrónica. Por lo tanto, la *lex rei sitae* es la ley francesa.

6. Y por último, el inversor japonés tiene anotadas las acciones que adquiere en una cuenta que se custodia y mantiene por el banco australiano. Consecuentemente, la *lex situs* es la ley australiana.

¿Cuál de todos estos criterios debe aplicar el tribunal competente para resolver una controversia sobre cuestiones que inciden sobre la naturaleza de las acciones anotadas en cuenta? ¿Hay otra posible solución aparte de la que ofrece la *lex situs*?

Resulta difícil determinar el *situs* de las participaciones societarias, teniendo en cuenta que son un conjunto de derechos y obligaciones que el inversor adquiere con la compra de los valores y que

⁶¹³ BENJAMIN, Joanna, “Determining the situs...”, *cit.*, p. 927; DICEY & MORRIS, *The conflict of laws, cit.*, párrafo 22-044, p. 931

⁶¹⁴ DICEY & MORRIS, *The conflict of laws, cit.*, párrafo 22-043, p.930. Se estima que “the *situs* of immobilized securities should be regarded as the place where the depository is established and where it keeps the database in which the entitlements of the depositors are recorded. This solution has the practical advantage of subjecting all the interest of the depositors in the deposited securities to the same *lex situs*”.

le otorgan la calidad de accionista. Los derechos y las obligaciones no se pueden localizar físicamente en el espacio, lo que lleva a la conclusión lógica que los valores se encuentran en el sitio en el que su titular puede efectivamente disponer de ellos⁶¹⁵. Para los valores que están representados por títulos, el *situs* es el lugar en el que se encuentra el documento que incorpora los derechos y las obligaciones. En este caso la aplicación de la regla de *lex rei sitae* resulta adecuada. En los supuestos en los que los valores están representados a través de anotaciones en cuenta la aplicación de esta regla no parece tan clara. En este aspecto, es imprescindible hacer una distinción especial entre los derechos y las obligaciones que el inversor adquiere una vez realizada la adquisición y el certificado que la compañía puede, si la *lex societatis* lo prevé, entregar al accionista. Los derechos corporativos se encuentran en el lugar en el que su titular puede beneficiarse de ellos, mientras que el *situs* de los certificados es el lugar en el que éstos se encuentran físicamente.

La diferenciación es importante puesto que es la clave que permite fijar el *situs* y determinar la ley aplicable de los valores anotados en cuenta. La compraventa de valores electrónicos se contabiliza mediante anotaciones de débito y crédito entre las cuentas⁶¹⁶. En un sistema organizado de esta manera es prácticamente imposible *localizar* los derechos derivados de un participante puesto que los valores en cuestión no tienen forma física alguna, son desmaterializados. Los bienes intangibles no se pueden localizar geográficamente, no tienen un *situs* determinado. Por lo tanto, las normas existentes para determinar la *lex situs* de los objetos como es el título en el que se incorporan los derechos y las obligaciones, no se pueden emplear para determinar la ley aplicable en relación con los

⁶¹⁵ BENJAMIN, Joanna”, Determining the *situs...*, *cit.*, p. 929- 930, “Thus, participants’ interests in immobilised securities constitute unallocated, intangible and indirect proprietary rights, based on co-ownership. They cannot be negotiable instruments, as negotiable instruments cannot be intangible and confer direct rights of action”

DICEY & MORRIS, *The conflict of laws*, *cit.*, regla 114, p. 922 y sigs. “It is formally said that a chose in action has no location. It is correct in the general sense, since something with no physical existence can hardly have a location in space... ”; JOHNSON, A., “The law applicable to shares”, *cit.*, p. 15

⁶¹⁶ BENJAMIN, Joanna, “Determining the *situs...*, *cit.*, p. 924

bienes intangibles. ¿Cuál es, entonces, el *situs* de las acciones representadas a través de anotaciones en cuenta?

1.1. EL DENOMINADO “LOOK-THROUGH” APPROACH

El denominado *look-through approach*, para determinar el *situs* de los valores anotados en cuenta, parte de los valores subyacentes y su desmaterialización o inmovilización⁶¹⁷. El *situs* de los valores representados por medio de títulos es el lugar en el que se localiza el documento que incorpora los derechos y las obligaciones. El mismo esquema se emplea, también, para las acciones anotadas en cuenta. Puesto que estos activos financieros no están desmaterializados o inmovilizados y no se pueden localizar geográficamente, el *looking-through approach* se dirige al lugar en el que se sitúan los valores subyacentes. Una vez identificado el *res*, la regla de *lex rei sitae* lleva a varias posibles soluciones: la ley que determina la naturaleza y el alcance de los valores anotado en cuenta es la *lex societatis* o la ley del lugar en el que se encuentra el registro en el que están inscritos las acciones emitidas o la ley del lugar en el que se encuentran los certificados que se entregan el inversor como prueba de la adquisición. El criterio es el carácter de las acciones. La ley aplicable a las participaciones al portador es la ley del Estado en el que se localizan los títulos en el momento del transfer. En caso de valores nominativos, la ley aplicable es o bien, la ley nacional del emisor, o bien, la ley del lugar

⁶¹⁷ BENJAMIN, Joanna, YATES, Madeleine, MONTAGU, Gerald, *The law of global custody*, *cit.*, p. 75 (punto 5.24); BERNASCONI, Christophe, “Indirectly Held Securities...”, *cit.*, pp. 77-79; BERNASCONI, Christophe “The Hague Securities Convention...”, *cit.*, pp. 6; CRAWFORD, Bradley, “The “PRIMA” Convention...”, *cit.*, pp. 161-170; DEGUÉE, Jean-Pierre/ DEVOS, Diego, “La loi applicable aux titres intermédiés...”, *cit.*, p. 10-12; FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, “Hague Convention on the law applicable...”, *cit.*, pp. 7-9; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, “Los valores depositados en un intermediario...”, *cit.*, p. 100-102; GOODE, Roy/ KANDA, Hideki/ KREUZER, Karl, *Explanatory Report*..., *cit.* pp. 17-19; HAENTJEANS, Matthias, Harmonisation of securities law..., *cit.*, pp. 37-38; JOHANSSON, Erica, Proprietary rights..., *cit.*, p. 30; OOI, Maisie, *Shares and other securities*..., *cit.*, pp. 102-104 (puntos 7.05-7.10); PAZ ARES, Cándido/GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “Conflictos de leyes...”, *cit.*, pp. 1496-1500; POTOK, Richard, “General introduction: legal nature...”, *cit.*, pp. 4-47; POTOK, Richard, “The Hague securities convention- closer and closer to a reality”, *JBFLP*, 2004, n° 15, pp. 204- 220, p. 208-209; VERHAGEN, Rick, “Book-entry securities...”, *cit.*, p. 114

en el que se sitúa el registro en el que la sociedad inscribe las emisiones. La regla de *lex rei sitae*, aplicada a los valores anotados en cuenta en el sistema de tenencia indirecta ignora la cadena de intermediarios y se fija en el lugar en el que puede localizar el soporte físico que incorpora los derechos del accionista⁶¹⁸. En el Derecho español este principio se establece en el art. 10.1 CC. De acuerdo con esta norma la posesión, la propiedad y los demás derechos sobre bienes muebles o inmuebles, así como su publicidad, se registrarán por la Ley del lugar donde se hallen. Así que, en el caso concreto, el *situs* de las acciones es el Estado en el que se encuentra el registro en el que están inscritas las acciones subyacentes, la administración de la sociedad o el documento que certifica la adquisición de las participaciones.

La regla de *lex rei sitae* pretende aplicar criterios objetivos que utilizan como punto de conexión la ubicación de los bienes tangibles. El registro, en el que la sociedad inscribe las acciones emitidas, es un sitio concreto que se puede localizar geográficamente, lo que lo convierte en un criterio objetivo que no permite mucho margen de maniobra y reduce significativamente las posibilidades de actitudes fraudulentas por parte de los accionistas. De esta forma quedan protegidos los intereses de las partes implicadas en la transacción y del mercado en el que se efectúa la compraventa. La *lex societatis* como ley personal de la sociedad, por otro lado, también proporciona un nivel elevado de seguridad jurídica. Este razonamiento es válido para los valores representados por medio de títulos. Sin embargo, no se puede aplicar a las acciones anotadas en cuenta por varias razones⁶¹⁹.

En primer lugar, en el sistema de tenencia indirecta el *res*, el bien que se transfiere no son los valores subyacentes. Éstos se emiten en forma desmaterializada o se inmovilizan. En los mercados financieros internacionales no circulan títulos, sino datos electrónicos. El objeto de tenencia y transfer son los derechos derivados de los valores anotados

⁶¹⁸ HAENTJEANS, Matthias, Harmonisation of securities law..., *cit.*, pp. 37; OOI, Maisie, *Shares and other securities...*, *cit.*, pp. 103 (punto 7.08); PAZ ARES, Cándido/GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Conflictos de leyes...", *cit.*, pp. 1497; POTOK, Richard, "General introduction...", *cit.*, p. 8

⁶¹⁹ GUYNN, Randall D/MARCHAND, Nancy J. "Transfer or pledge of securities...", *cit.*, p. 60-64; PAZ ARES, Cándido/GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Conflictos de leyes...", *cit.*, pp. 1499

en cuenta, lo que hace el *looking-through approach* inoperativo. Por otro lado, la aplicación de la *lex societatis* o de la ley del Estado en el que se sitúa el registro de la sociedad, que no necesariamente coinciden, provoca otro problema. La norma de la *lex societatis* presenta un importante inconveniente que se debe a la contraposición entre el modelo de incorporación y el modelo de la sede real⁶²⁰. Si el inversor tiene en su cartera acciones de varias sociedades extranjeras, la naturaleza y el alcance de los derechos derivados se determinan por diferentes leyes⁶²¹. La regla de la *lex rei sitae* no se aplica de igual manera en todos los Estados- el punto de conexión puede ser el registro, la administración central de la sociedad o el certificado⁶²². Si el inversor decide transferir los valores que tiene en cartera, que se encuentren depositados en IBERCLEAR, está obligado a cumplir no sólo con la normativa española, sino también con las disposiciones legales de los Estados en los que se encuentran registradas las emisiones de valores que tiene⁶²³.

El certificado que incorpora los derechos y las obligaciones de los accionistas como punto de conexión para localizar los valores también presenta varios inconvenientes⁶²⁴. En primer lugar, el documento que la empresa emisora entrega al accionista no es un título: el traspaso de éste no transfiere los derechos que incorpora. El certificado es un testimonio emitido por el emisor en forma de papel que sirve tan sólo como prueba de la adquisición de participaciones en una sociedad y de la calidad de accionista de su poseedor (art. 12 LMV). Además, la emisión y la entrega del papel es opcional: la sociedad decide si emitir o no el documento. El art. 12 LMV establece que la legitimidad para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta *podrá* acreditarse mediante la exhibición de certificados. La posibilidad que la ley otorga a

⁶²⁰ Los dos modelos de presentan con más detalle en el punto 2 de la presente Sección

⁶²¹ HAENTJEANS, Matthias, Harmonisation of securities law..., *cit.*, p. 37

⁶²² BERNASCONI, Christophe "The Hague Securities Convention...", *cit.*, pp. 6; GOODE, Roy/KANDA, Hideki/KREUZER, Karl, *Explanatory Report...*, *cit.* p. 18;

⁶²³ PAZ ARES, Cándido/GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Conflictos de leyes...", *cit.*, pp. 1500

⁶²⁴ BENJAMIN, Joanna", Determining the *situs...*, *cit.*, p. 926; OOI, Maisie, *Shares and other securities...*, *cit.*, pp. 106-108 (puntos 7.19- 7.24)

la sociedad convierte el certificado en un punto de referencia variable. En los casos en los que la sociedad decida no emitir un documento que acredite la adquisición, será imposible determinar el *situs* de los valores negociables. La inexactitud y la inseguridad jurídica que implica su empleo lo inhabilita como criterio para delimitar el lugar en el que se encuentran los valores.

La regla de *lex situs* se aplica sin mayores dificultades en los casos en los que los valores están representados por medio de títulos. El transfer de los derechos incorporados en el soporte físico se realiza con la entrega del documento, en caso de acciones al portador y con la entrega y el endoso, en caso de acciones nominativas. A los títulos se le reconoce el carácter de bienes tangibles y es lógico que se les aplique la regla de *lex situs* para determinar la ley que rige los aspectos propietarios. Sin embargo, el *looking-through approach* es inadecuado para el sistema contemporáneo de tenencia y transfer de participaciones societarias. Los inversores ya no poseen físicamente los valores, sino que utilizan los servicios de intermediarios financieros que los custodian y transfieren en su nombre. El sistema de tenencia y transfer de valores anotados en cuenta se forma, en ocasiones, por una larga cadena de intermediarios. Las condiciones del mercado han cambiado y el principio tradicional del *lex situs* ya no resulta funcional y no proporciona la seguridad jurídica necesaria para el correcto funcionamiento del mercado financiero internacional.

1.2. *PRIMA – PLACE OF THE RELEVANT INTERMEDIARY APPROACH*

En el sistema de tenencia indirecta, el criterio del *situs* no proporciona una solución adecuada a la problemática conflictual. La cadena de custodia en la que participan varios intermediarios hace inaplicable el denominado *planteamiento transparente* (“*look-through approach*”). El método alternativo que cobra cada vez más fuerza es un

mecanismo descentralizado que se conoce en la doctrina como la regla PRIMA- *Place of the Relevant Intermediary Approach*⁶²⁵.

La regla PRIMA no utiliza como punto de conexión la relación entre el emisor y el inversor, sino el lugar en el que se encuentra el registro del intermediario en el que éste realiza las correspondientes anotaciones de cada operación. Este método parte de la relación entre el inversor, titular de los derechos que le otorga la adquisición de las acciones, y el intermediario. Esto es, se fija en los derechos derivados que se generan en la posición de cada intermediario en el sistema multinivel. Consecuentemente, si el elemento relevante son los derechos derivados, el *situs* es el lugar en el que su titular puede efectivamente disponer de ellos⁶²⁶. Esto lleva a la ley del lugar en el que se encuentra el intermediario que custodia los valores de sus clientes⁶²⁷. De acuerdo con la regla PRIMA, la ley aplicable a la naturaleza y el alcance de los derechos derivados sobre los valores anotados en cuenta es la ley del

⁶²⁵ BERNASCONI, Christophe, “Indirectly Held Securities...”, *cit.*, p. 63; BERNASCONI, Christophe, “The Hague Convention...”, *cit.*; BERNASCONI, Christophe, *The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems*, Informe Preliminar N° 1 de la Conferencia de la Haya de Derecho Internacional Privado, 2000, disponible en http://hcch.e-vision.nl/upload/sec_pd01e.pdf; BERNASCONI, Christophe, “Déterminer la loi applicable: les facteurs de rattachement retenus dans la Convention de La Haye sur les Titres”, *La loi applicable aux titres intermédies: La Convention de La Haye du 5 juillet 2006. Une opportunité pour la place financière suisse? Actes de la 18e Journée de droit international privé du 24 mars 2006 à Lausanne; Publications de l'Institut suisse de droit comparé*, 55, Schulthess 2006, p. 53; CRAWFORD, Bradley, “The “PRIMA” Convention...”, *cit.*, pp. 157-206; DEGUEE, J.-P./DEVOS, D., “La loi applicable aux titres intermédies...”, *cit.*, p. 5; GARCIMARTIN ALFEREZ, Francisco J., “El Convenio de La Haya...”, *cit.*, p. 163-189; GARCIMARTIN ALFEREZ, Francisco J., “Los trabajos de la Conferencia de la Haya...”, *cit.*; GARCIMARTIN ALFEREZ, Francisco J., “Cuando la norma de conflicto...”, *cit.*; GARCIMARTIN ALFEREZ, Francisco J., “Acuerdos de garantía financiera y riesgo concursal: un estudio de los problemas de ley aplicable” *RDCP*, N° 9, 2008, pp. 75-86; GOODE, Roy, KANDA, Hideki y KREUZER, Karl, *Explanatory Report...*, *cit.*; GUYNN, Randall D., “Modernizing Securities Ownership...”, *cit.*; GUYNN, Randall D / MARCHAND, Nancy J. “Transfer o pledge of securities held through depositories”, en en VAN HOUTTE, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998, pp. 47-72; HAENTJEANS, Matthias, *The law applicable...*, *cit.*; HAENTJEANS, Matthias, *Harmonisation of securities law...*, *cit.*; KRONKE, Herbert, “The draft UNIDROIT Convention on intermediated securities: transnational certainty and market stability”, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., October 23-27, 2006; OOI, Maisie, *Shares and other securities...*, *cit.*, pp. 51-61, 225-321; PAZ ARES, Cándido, GARCIMARTIN ALFEREZ, Francisco J., “Conflictos de leyes ...”, *cit.*; POTOK, Richard, “General introduction...”, *cit.*; STEVEN ROGERS, James, “Conflict of laws...”, *cit.* pp. 285-328; THEVENOZ, Luc, “Intermediated Securities...”, *cit.*

⁶²⁶ BENJAMIN, Joanna”, *Determining the situs...*, *cit.* p. 929- 930 “Thus, participants’ interests in immobilised securities constitute unallocated, intangible and indirect proprietary rights, based on co-ownership. They cannot be negotiable instruments, as negotiable instruments cannot be intangible and confer direct rights of action”

DICEY & MORRIS, *The conflict of laws*, *cit.*, regla 114, p. 922 y sigs. “It is formally said that a chose in action has no location. It is correct in the general sense, since something with no physical existence can hardly have a location in space...”; JOHNSON, A., “The law applicable to shares”, *cit.*, p. 15

⁶²⁷ BERNASCONI, Christophe, “Indirectly Held Securities...”, *cit.*, p. 79

Estado en el que se encuentra el intermediario relevante. El *intermediario relevante* es el intermediario que mantiene la cuenta de valores a nombre del titular de la cuenta.

Consecuentemente, en el ejemplo que ofrece la Figura 1 la ley aplicable a los derechos derivados que tiene el inversor japonés es la ley australiana, a los derechos derivados del banco australiano es la ley francesa. La ley aplicable a los derechos derivados que el banco francés tiene anotados en la cuenta que custodia Euroclear es la ley belga.

La regla PRIMA se encuentra recogida en varias normas - nacionales, comunitarias y convencionales. De acuerdo con las normas belgas de DIPr., el Decreto Royal N°62 de 1967, los aspectos propietarios del transfer de los valores anotados en cuenta de se rigen por la ley del Estado en el que se localizan los activos transferidos⁶²⁸. El activo transferido no son, sin embargo los valores subyacentes, sino los derechos derivados que el titular tiene anotados en la cuenta que mantiene su broker. Estos derechos se localizan allí donde está el intermediario.

En el ámbito comunitario la regla PRIMA se establece en varias normas. El criterio está previsto en el art. 9.2 de 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 valores⁶²⁹. En el ordenamiento español el legislador transpone la norma

⁶²⁸ HAENTJEANS, Matthias, *The law applicable to indirectly held securities*, cit., p. 27; HAENTJEANS, Matthias, *Harmonisation of securities law...*, cit., p. 39; POTOK, Richard, "The Hague securities convention...", cit., p. 210

⁶²⁹ Las normas regulan la problemática conflictual de las garantías sobre valores anotados en cuenta. Puesto que el tema de las garantías financieras no entra en el estudio del presente trabajo, el párrfo tan sólo hace referencia a la disposición comunitaria. El art. 9.2 de 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 dispone que "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 registrarán por el Derecho de dicho Estado miembro".

comunitaria en el art. 15.2 Ley 41/1999⁶³⁰. El principio se encuentra, asimismo, establecido en el art. 9.1 Directiva 2002/47, de 6 de junio 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, que se transpone en el ordenamiento español por el artículo decimoséptimo RD Ley 5/2005⁶³¹. La regla PRIMA se establece, por otro lado, en el art. 24 Directiva 2001/24, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito⁶³². La norma establece que “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

⁶³⁰ Las normas regulan la problemática conflictual de las garantías sobre valores anotados en cuenta. Puesto que el tema de las garantías financieras no entra en el estudio del presente trabajo, el párrfo tan sólo hace referencia a las disposición interna. Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, *BOE*, 13.11.1999. La disposición establece que “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”.

⁶³¹ Las normas regulan la problemática conflictual de las garantías sobre valores anotados en cuenta. Puesto que el tema de las garantías financieras no entra en el estudio del presente trabajo, el párrfo tan sólo hace referencia a las disposiciones comunitaria y nacional. El art. 9.1 Directiva 2002/47, de 6 de junio 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, dispone que 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”.

El artículo decimoséptimo RD Ley 5/2005, Determinación de la ley aplicable, establece:

1. La ley aplicable a las garantías financieras cuyo objeto consiste en valores representados mediante anotaciones en cuenta será la del Estado en el que esté situada la cuenta principal, entendiéndose por cuenta principal aquella en la que se realicen las anotaciones por las cuales se presta al beneficiario dicha garantía pignoratícia de anotaciones en cuenta. La referencia a la legislación de un Estado es una referencia a su legislación material, por lo que se desestimará toda norma en virtud de la cual, para decidir la cuestión relevante, se tenga que hacer referencia a la legislación de otro Estado.

2. Dicha ley será aplicable en todo lo relacionado con las materias siguientes:

- a) La naturaleza jurídica y los efectos sobre la propiedad del objeto de la garantía.
- b) Los requisitos para perfeccionar un acuerdo de garantía financiera, así como el cumplimiento de los requisitos necesarios para hacer que el acuerdo y la aportación de garantías surtan efectos frente a terceros.
- c) El rango del título o derecho de una persona sobre la garantía, en relación con otros títulos o derechos reivindicados o si ha tenido lugar una adquisición de buena fe.
- d) El procedimiento para la realización de la garantía tras un supuesto de ejecución.

⁶³² Directiva 2001/24, 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.

el sistema de depósito centralizado en el que estén inscritos dichos derechos”. El texto comunitario se traspone en el ordenamiento español por la Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito⁶³³.

El *Place of the Relevant Intermediary Approach* se establece como criterio en el Convenio sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario⁶³⁴. La Convención no prevé normas de derecho material, sino que pretende ofrecer soluciones de la problemática conflictual en relación con los valores anotados depositados en un intermediario⁶³⁵. El objetivo principal de la iniciativa es establecer normas comunes que proporcionen seguridad jurídica y previsibilidad a la problemática conflictual de las transacciones de valores depositados en un intermediario, en particular, a sus efectos contra el intermediario y terceras partes.

La Convención determina la ley aplicable a los derechos del titular de la cuenta. La normativa estatal aplicable indicará la naturaleza de estos derechos- si son derechos reales, contractuales o mixtos. El ámbito material del Convenio se determina en el art. 2 que establece que el texto convencional se aplica a : a) la naturaleza jurídica y los efectos frente al intermediario y frente a terceros de los derechos

⁶³³ Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito, *BOE*, 97 de 23.04.2005, pp. 13912-13918

⁶³⁴ El texto convencional está firmado tan sólo por tres Estados – Estados Unidos, Mauricio y Suiza, pero no está ratificado en ninguno de ellos. El Convenio no está firmado, ni ratificado por España y no se aplica por los tribunales españoles. Sin embargo, las soluciones conflictuales que ofrece tienen importancia tanto práctica, como jurídica. Por esta razón la autora considera importante presentar la propuesta de la Conferencia de la Haya a los problemas conflictuales que surgen en relación con los valores depositados en un intermediario. El texto convencional ha sido analizado en los trabajos de: BENJAMIN, Joanna, YATES, Madeleine, MONTAGU, Gerald, *The law of global custody*, *cit.*, p. 79 (punto 5.29); BERNASCONI, Christophe, “Indirectly Held Securities...”, *cit.*, pp. 82-92; BERNASCONI, Christophe “The Hague Securities Convention...”, *cit.*, pp. 7-24; CRAWFORD, Bradley, “The “PRIMA” Convention...”, *cit.*, pp. 179-206; DEGUÉE, Jean-Pierre/ DEVOS, Diego, “La loi applicable aux titres intermédies...”, *cit.*, pp. 15-31; FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, “Hague Convention on the law applicable...”, *cit.*, pp. 13-14; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El Convenio de La Haya...”, *cit.*, pp. 163-189; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./, GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, “Los valores depositados en un intermediario...”, *cit.*, p. 107-120; GOODE, Roy, KANDA, Hideki y KREUZER, Karl, *Explanatory Report...*, *cit.* pp. 20-158; HAENTJEANS, Matthias, Harmonisation of securities law...”, *cit.*, pp. 231-234; JOHANSSON, Erica, Proprietary rights...”, *cit.*, p. 29-32; OOI, Maisie, *Shares and other securities...*, *cit.*, pp. 283-307 (párrafos 13.01-13.51); POTOK, Richard, “The Hague securities convention...”, *cit.*, pp. 212-220

⁶³⁵ GOODE, Roy/ KANDA, Hideki/KREUZER, Karl, *Explanatory Report...*, *cit.* p. 21

derivados de las anotaciones de valores en una cuenta de valores; b) la naturaleza jurídica y los efectos frente al intermediario y frente a terceros de una disposición de valores depositados en un intermediario; c) los eventuales requisitos de oponibilidad de una disposición de valores depositados en un intermediario; d) si el derecho de una persona sobre los valores depositados en un intermediario extingue o tiene prioridad sobre los derechos de cualquier otra persona; e) las obligaciones, en su caso, del intermediario frente a cualquier persona distinta del titular de la cuenta que alegue un derecho concurrente con el del titular o con el de otra persona sobre los valores depositados en ese intermediario; f) los eventuales requisitos para la realización de los derechos sobre los valores depositados en un intermediario; g) si una disposición de valores depositados en un intermediario se extiende a los derechos sobre los dividendos, réditos u otras distribuciones, o sobre su amortización, precio u otras utilidades. La terminología que se emplea, se define en el art. 1. A los efectos del Convenio el término “valores” significa acciones, obligaciones u otros instrumentos o activos financieros (salvo dinero) o cualquier derecho sobre dichos valores. Con el término “disposición” se describe toda transferencia de propiedad plena o en garantía y cualquier atribución, posesoria o no, de derechos reales limitados en garantía. Por “intermediario relevante” se entiende el intermediario que mantiene la cuenta de valores a nombre del titular de la cuenta. El Convenio no determina la ley aplicable a las relaciones contractuales, que quedan subordinadas a la *lex contractus*, ni tampoco establece la ley que rige los valores subyacentes (*lex societatis*)⁶³⁶.

El Convenio tiene carácter universal, esto es, los tribunales competentes están obligados a aplicar la ley designada, aunque ésta sea la ley de un Estado no parte del Convenio (art. 9). El texto convencional se aplica a todas las situaciones que presenten un elemento objetivo de internacionalidad (art. 3). A los efectos del Convenio no se considera como “internacional” la situación en la que el único elemento de internacionalidad es la ley elegida. Es decir, todos los

⁶³⁶ Estos temas se analizan a continuación.

elementos objetivos – los valores, el cliente, el intermediario y su establecimiento, se encuentran en el mismo Estado, pero las partes eligen como ley aplicable la ley vigente en otro Estado. El Convenio de la Haya excluye expresamente el reenvío. El art. 10 establece que el término “ley” significa el Derecho vigente en un Estado, con exclusión de sus normas de conflicto de leyes. El texto convencional hace referencia tanto al Derecho de un Estado unitario, como de un Estado plurilegislativo. El art. 12 dispone que 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, la referencia al “Estado” es esta unidad territorial.

La regla principal es la autonomía de la voluntad⁶³⁷. De acuerdo con el art. 4 la ley aplicable a todas las cuestiones enumeradas en el art. 2.1 es la ley en vigor en el Estado expresamente designado por el titular de la cuenta y el intermediario en el contrato de cuenta. Consecuentemente, la elección de ley aplicable se articula en dos posibles vías. Si el intermediario y el titular de la cuenta han previsto que la ley de un Estado rija el contrato de cuenta, ésta ley determinará las cuestiones estipuladas en el art. 2.1. En segundo lugar, independientemente de la ley que rige la cuenta, el titular de ésta y su intermediario expresamente pueden acordar que la ley de un Estado rija las cuestiones previstas en el art. 2.1. Así que la ley que rige la cuenta puede no coincidir con la ley que las partes eligen para las cuestiones previstas en el art. 2.1. El Derecho elegido se aplica a todas las materias previstas en el apartado 1 del art. 2. Las partes no disponen de libertad para elegir una ley aplicable a uno o varios de los aspectos y otra ley estatal, aplicable al resto. El art. 4 dispone, en cuanto a la forma del

⁶³⁷ BERNASCONI, Christophe, “Indirectly Held Securities...”, *cit.*, p. 85; BERNASCONI, Christophe “The Hague Securities Convention...”, *cit.*, pp. 9-12; CRAWFORD, Bradley, “The “PRIMA” Convention...”, *cit.*, pp. 183-189; DEGUÉE, Jean-Pierre/ DEVOS, Diego, “La loi applicable aux titres intermédies...”, *cit.*, pp. 22-23; FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, “Hague Convention on the law applicable...”, *cit.*, pp. 13-14; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El Convenio de La Haya...”, *cit.*, pp. 175-176; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio, “Los valores depositados en un intermediario...”, *cit.*, pp. 112-114; GOODE, Roy/KANDA, Hideki/KREUZER, Karl, *Explanatory Report...*, *cit.* pp. 23, 65-89; HAENTJEANS, Matthias, Harmonisation of securities law...”, *cit.*, p. 232; JOHANSSON, Erica, Proprietary rights...”, *cit.*, p. 30-31; OOI, Maisie, *Shares and other securities...*, *cit.*, pp. 284-291 (párrafos 13.05-13.11); POTOK, Richard, “The Hague securities convention...”, *cit.*, p. 215

acuerdo, que la elección de ley ha de establecer de manera expresa en el contrato de cuenta⁶³⁸. La eficacia del acuerdo no es inter-partes, sino frente a terceros. La mejor manera de preservar todos los intereses implicados es exigir que el acuerdo sea explícito⁶³⁹.

La ley elegida por las partes se aplica sólo si el intermediario relevante tiene en el momento de celebrar el contrato, su establecimiento en el Estado cuyo Derecho ha sido elegido. Para poder utilizarlo como punto de conexión, sin embargo, es imprescindible que en dicho establecimiento el profesional desarrolle funciones relacionadas con el mantenimiento de la cuenta. Esta limitación de la autonomía de la voluntad responde al denominado “test de realidad” y tiene como objetivo evitar que las partes designen como ley aplicable la ley de un Estado en el que el intermediario relevante no realiza actividad alguna de mantenimiento de la cuenta. La protección de los intereses de todas las partes implicadas exige que haya una conexión *real* con el Estado cuyo Derecho ha sido elegida como ley aplicable. El “test de realidad” proporciona un adecuado nivel seguridad jurídica, garantizado por tres elementos. En primer lugar, la norma exige que el intermediario tenga su centro de operaciones en el Estado cuyo Derecho las partes han elegido. En segundo lugar, es imprescindible que dicho establecimiento realice funciones de mantenimiento de la cuenta. En este aspecto, el art. 4.1 establece que el intermediario relevante debe tener en el momento de la celebración del contrato, un establecimiento en dicho Estado, el cual, a) solo o con otros establecimientos del intermediario relevante o con otras personas actuando para el intermediario relevante en ese mismo Estado o en otro: (i) efectúa o supervisa anotaciones en cuentas de valores; (ii) realiza la administración de los pagos o de otras actividades societarias relativas a los valores depositados en el intermediario; o (iii) participa, de cualquier otra manera, en una actividad profesional o regular de mantenimiento de cuentas; o b) es identificado mediante un número de

⁶³⁸ En la fase preliminar del Convenio se discutió la posibilidad de reconocer un acuerdo implícito, pero la propuesta fue rechazada, con motivo de protección de la seguridad jurídica.

⁶³⁹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El Convenio de La Haya...”, *cit.*, p. 176

cuenta, un código bancario o cualquier otro modo de identificación particular como un establecimiento que mantiene cuentas de valores en ese mismo Estado. En tercer lugar, el art. 4 en su apartado 2 expresamente prevé los supuestos en los que un establecimiento no participa en una actividad profesional o regular de mantenimiento de cuenta 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 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.

Si las partes no han elegido ley o, aunque lo hayan hecho, tal elección presenta vicios, el Derecho aplicable se determina por el art. 5. La norma prevé tres supuestos que se aplican de manera escalonada- si el supuesto, previsto en apartado 1) no opera, se aplica el apartado 2) y, si no, es de aplicación el supuesto del apartado 3). El art. 5.1 determina como aplicable el Derecho del Estado en el que del contrato de cuenta escrito resulta de manera expresa y no ambigua que el intermediario relevante celebró el contrato a través de dicho establecimiento. Si esto resulta imposible, se aplica la ley en vigor en el Estado conforme a cuya ley el intermediario relevante se haya constituido o, en su defecto, organizado en el momento de celebración del contrato de cuenta escrito o, si no hay tal contrato, en el momento de apertura de la cuenta de valores. En último lugar, si la ley aplicable no se puede determinar por ninguno de estos dos supuestos, es de aplicación la ley del Estado donde el intermediario relevante ejerza sus actividades, y si las ejerce en varios lugares, donde esté el lugar principal de actividad, en el momento de celebración del contrato de cuenta escrito o, si no hay tal contrato, en el momento de apertura de la cuenta de valores.

Las partes pueden cambiar la ley elegida expresamente en el contrato de cuenta en cualquier momento de su relación (art. 7) Esta posibilidad, sin embargo, no es absoluta. El Convenio establece límites a la libertad de cambiar el Derecho aplicable que viene motivada por la protección de los derechos de terceras partes implicadas en relación con la constitución de derechos reales sobre los valores depositados en cuenta. Por ejemplo, el titular de la cuenta y el intermediario establece en el contrato de cuenta que celebran que la ley aplicable a las materias previstas en el art. 2.1 es la ley del Estado A. De acuerdo con este ordenamiento, un acreedor constituye derechos reales sobre los valores. Posteriormente, las partes deciden, sin informar al acreedor y sin su consentimiento, cambiar el Derecho aplicable y someter las cuestiones previstas en el art. 2.1 a la ley del Estado B. Para proteger los derechos del acreedor contra abusos de este tipo, el art. 7 establece que los derechos adquiridos se rigen por la ley anterior.

La aplicación del Convenio se limita por las normas de policía y por consideraciones de orden público. El apartado 1 del art. 11 prevé que la aplicación de la ley designada de acuerdo con los arts. 4 y 5 únicamente, puede excluirse cuando los efectos de dicha aplicación sean manifiestamente contrarios al orden público del foro. El apartado 2 establece que la Convención no obstará a la aplicación de las disposiciones de la ley del foro que deban aplicarse a las situaciones internacionales (leyes de policía) cualquiera que sea la ley designada por las normas de conflicto.

El art. 13 establece que la interpretación del Convenio debe ser uniforme. Con este objetivo es establece en el art. 14 que el Secretario General de la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado convocará periódicamente una Comisión especial con el fin de examinar el funcionamiento práctico de este Convenio y considerar la conveniencia de su modificación.

2. *LEX SOCIETATIS*

La emisión y la oferta inicial de participaciones societarias son procesos que habitualmente no presentan problemas sustanciales. Sin embargo, cuando se mezclan elementos extranjeros pueden surgir situaciones que exigen la determinación del régimen aplicable a la relación. La emisión de acciones y su correspondiente venta posterior tienen como objetivo proporcionar capital financiero a la sociedad para que ésta pueda emprender proyectos mercantiles de distinta índole y hacer frente a sus obligaciones comerciales. La adquisición de participaciones crea un vínculo jurídico y económico entre el emisor y el inversor que se manifiesta en los derechos y las obligaciones de cada una de las partes. El adquirente, desde el punto de vista económico, actúa como acreedor de la sociedad por confiar sus ahorros a la compañía y, al mismo tiempo, es el que debe asumir las consecuencias del fracaso de la compañía, siendo el último en recuperar su inversión⁶⁴⁰. La entidad, por su parte, le otorga determinados derechos y obligaciones que corresponden al tipo de acciones que éste haya adquirido. Tal relación, cuando involucra participantes del mismo Estado, no provoca conflictos importantes. Es diferente el caso, sin embargo, cuando las partes implicadas residen en diferentes países, lo que obliga a determinar la ley que rige la relación.

En la presente situación hay dos aspectos de relevante importancia para el DIPr.: el carácter de la relación y la ley que la rige. No todos los ordenamientos nacionales califican la relación entre el emisor y el adquirente de la misma manera. El conflicto que se genera en la doctrina es si tal relación es contractual o estatutaria. La respuesta depende de la consideración que da cada ordenamiento del carácter mismo de la creación de una sociedad⁶⁴¹. Aunque el TJCE reconozca la naturaleza contractual de la relación entre la sociedad y

⁶⁴⁰ CARO GÁNDARA, Rocío, *La competencia judicial...*, cit, p. 49

⁶⁴¹ JOHNSON, A., "The law applicable to shares" en Van Houtte, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998, p. 4; LOUSSOUARN, Yvon / TROCHU, Michel, "Conflits de lois en matière de sociétés", *Juris Classeur*, 1997

los accionistas, por un lado, y entre los socios *inter se*, por otro, en algunos países, como Francia existe un debate abierto entre los académicos⁶⁴². En la doctrina española el paradigma contractual se va imponiendo, pero todavía hay muchos autores que tienen sus dudas sobre este acercamiento⁶⁴³. El carácter contractual de la relación se reconoce en el Derecho inglés, escocés, belga, italiano y danés⁶⁴⁴. De acuerdo con el Derecho inglés y el escocés, las acciones son propiedad personal de los accionistas y pueden transferirse de acuerdo con las normas previstas en el estatuto de la compañía⁶⁴⁵. El Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE) en su reiterada jurisprudencia también califica los derechos y las obligaciones derivadas de la adquisición inicial de acciones como contractual. En el caso *Powell Duffryn*, en el considerando 25 el Tribunal define la relación como “manifestación de la existencia de una comunidad de intereses entre los accionistas para la consecución de un objetivo común”⁶⁴⁶.

En cuanto al carácter contractual de la relación entre la sociedad y los accionistas, es imprescindible remarcar algunos matices. El hecho de que se califica como contractual no significa que el tribunal español al determinar la ley que rige esta relación ha de aplicar el Reglamento Roma I. La ley que regula la relación entre la sociedad emisora y los

⁶⁴² GUYON, Yves, GHESTIN, Jacques *Traité des contrats. Les Sociétés: aménagements statutaires et conventions entre associés*. 2e éd., Paris: Librairie générale de droit de jurisprudence, cop. 1995, LOUSSOUARN, Yvon/TROCHU, Michel, “Conflits de lois en matière de sociétés”, *Juris Classeur*, 1997, p. 5

⁶⁴³ BROSETA PONT, Manuel, *Manual de derecho mercantil*, 14ª ed. a cargo de Fernando Martínez Sanz, Madrid Tecnos 2007, pp. 186-187; CARO GÁNDARA, Rocío, *La competencia judicial internacional...*, cit., pp. 43 y sigs, La autora emplea el término “paradigma contractual” para contrastarlos con la “paradigma institucional”, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades y conflictos de leyes: una aproximación contractual*, Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas, DL 2002, p. 37; SÁNCHEZ CALERO, Fernando, *Instituciones de derecho mercantil*, 30a ed. 3a en Aranzadi, Cizur Menor, Navarra Thomson Aranzadi 2007, pp. 236-237

⁶⁴⁴ JOHNSON, A., “The law applicable to shares”, pp. 4; LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, cit. pp. 196

⁶⁴⁵ Companies Act 2006, Part 17 A company’s share capital, I. Chapter 1 Shares and share capital of a company, art. 541 Nature of shares “The shares or other interest of a member in a company are personal property (or, in Scotland, moveable property) and are not in the nature of real estate (or heritage)”. Art. 544 “The shares or other interest of any member in a company are transferable in accordance with the company’s articles”

⁶⁴⁶ Sentencia del Tribunal de Justicia de 10 de marzo de 1992. *Powell Duffryn plc contra Wolfgang Peterleit* Asunto C-214/89, Recopilación de Jurisprudencia 1992 página I-01745; CARO GÁNDARA, R., *La competencia judicial...*, cit., pp. 195 y 201; LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronteriza...*, cit., pp. 102; RAMMELOO, Stephan, *Corporations in private International...*, cit., pp. 57-65; VAN HOUTTE, Hans, “Misrepresentation in securities transaction...”, cit., pp. 202-205

accionistas es la *lex societatis*. La ley personal de la sociedad establece los límites de tal relación y las partes, respetando estos límites, determinan las condiciones concretas. En este aspecto, se ha de diferenciar el concepto de “contrato” en sentido económico de su vertiente jurídica. La perspectiva económica es mucho más amplia y entiende por contrato todo “acuerdo entre dos o más operadores que se respalda por recíprocas expectativas y conducta dirigida al cumplimiento de éstas”⁶⁴⁷. Mientras que los juristas buscan identificar que se cumplen las condiciones de forma y de fondo previstas en la ley que rige el contrato y que determinan la validez de éste⁶⁴⁸. Así que este “nexo de contratos” no puede analizarse de manera aislada sino siempre en el contexto que le atribuye la ley personal de la sociedad. La *lex societatis* es la ley que rige las cuestiones generales relacionadas con la organización interna de la sociedad al establecer las formalidades de su validez: la emisión de los títulos, y su naturaleza, la organización interna, la estructura, el funcionamiento y los poderes de los órganos de gestión y control. En este aspecto, quedan bajo su control las cuestiones relacionadas con la constitución formal y la inscripción, la estructura de la entidad, los estatutos especiales, la autonomía de la voluntad, la suscripción y el desembolso inicial mínimo que deben hacer los fundadores, las ventajas de éstos últimos, el procedimiento mismo de la fundación y las circunstancias en las que la constitución de la sociedad se considera nula. Por otro lado, la *lex societatis* regula el tipo de aportaciones que los inversores pueden hacer para conseguir el estatus de accionista: si todas deben ser dinerarias o se permiten, también, aportaciones no dinerarias. Así que, la *lex societatis* regula las relaciones internas- la relación entre la entidad y los accionistas y entre los inversores *inter se*.

⁶⁴⁷ ARENAS GARCÍA, Rafael, Reseña bibliográfica “Caro Gándara, Rocío: La competencia judicial internacional en materia de régimen interno de sociedades en el Espacio Jurídico Europeo, Madrid, Civitas, 1999”, *AEDIPR*, 2001, vol. 1, pp. 1256-1258; GORDON, Jeffrey N., “The Mandatory Structure of Corporate Law”, *CLR*, 1989, vol. 89, pp. 1549-1598, pp. 1549-1550

⁶⁴⁸ *Idem*

2.1. LEY APLICABLE A LA EMISIÓN DE LAS ACCIONES

La *lex societatis* regula el estatus legal y la organización interna de la empresa, es decir, las cuestiones relativas a la creación y el funcionamiento de la sociedad, la emisión de las participaciones y la relación entre el emisor y el accionista, por un lado, y entre los accionista *inter se*, por otro⁶⁴⁹. Las acciones forman parte inherente de la sociedad anónima, la determinan como figura jurídica y son el núcleo sobre el que se construye la organización de la compañía y su comportamiento en el mercado. Los valores que emite son la fuente inicial de activos que le permiten operar como participante independiente. Por otro lado, en función del porcentaje de acciones que tiene cada accionista, éste puede participar de forma activa en la dirección y gestión de la empresa y recibir dividendos al final del año fiscal. Consecuentemente, si la *lex societatis* es la ley que establece todo el proceso de constitución de una compañía, es lógico y coherente que sea ésta misma ley la que regule los conflictos que pueden surgir en el tráfico mercantil.

Dicha ley determina, en primer lugar, el carácter de los títulos que puede emitir la sociedad: su tipo (acciones, obligaciones, bonos, etc., o posibles híbridos de éstos), la forma bajo la que puede existir y circular (tangibles o intangibles), los requisitos de su carácter nominativo, los poderes que derivan del título, las condiciones de su transmisibilidad, si pueden ser acciones al portador o han de ser todas acciones registradas, si pueden ser representadas por medio de títulos y el procedimiento a seguir, las condiciones de validez o nulidad de las acciones emitidas⁶⁵⁰. La mayoría de los ordenamientos regulan los tres tipos de valores, aunque existen determinados tipos de transacciones

⁶⁴⁹ MENJUCQ, Michel, *La mobilité des sociétés dans l'espace européen*, Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, cop. 1997, p. 16,

⁶⁵⁰ CALVO CARAVACA, Alfonso-Luis/CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier, *Derecho internacional privado*, cit., pp. 368-372; GRUSON, Michael, "Global Shares of German corporations and their dual listing on the Frankfurt and New York Stock Exchange", *U.Pa.J.Int'l.Econ.L.*, vol. 22, 2001, pp. 185-283; LOUSSOUARN, Yvon / TROCHU, Michel, "Conflits de lois...", cit, p.5-7

para las que se prevén procedimientos específicos⁶⁵¹. El carácter de los valores, su forma y transmisibilidad son elementos sustanciales a la hora de determinar la ley aplicable.

La regulación especial de la constitución de una sociedad anónima, las clases y las series de participaciones que puede emitir y la reglamentación de las relaciones internas tienen como objetivo principal informar a los terceros de la estructura legal de este tipo de sociedad mercantil al proporcionar el máximo de información sobre los elementos esenciales que la caracterizan en el tráfico mercantil. Aplicar la ley personal como norma que resuelva los conflictos relacionados con la emisión de los valores obedece a un razonamiento puramente práctico. Es el criterio más objetivo que vincula todos los participantes en el negocio: la sociedad emisora, el inversor y el mercado. Por otro lado, la objetividad de este criterio proporciona el nivel necesario de seguridad jurídica que permite a las partes prevenir desde el principio la ley que regirá los conflictos relativos a la emisión de las acciones.

La emisión está directamente relacionada con la creación de la sociedad anónima, vínculo que justifica que quede subordinada a la ley que regula la constitución de la entidad mercantil. En el Derecho español la ley aplicable a la emisión de los valores se determina por el art. 3 LMV que casi por completo inhabilita la disposición del art. 10.3 CC⁶⁵². La norma del Código Civil establece que “la emisión de los títulos-valores se atenderá a la ley del lugar en el que produzca”. El legislador nacional emplea un concepto amplio que abarca todos los documentos que incorporan un derecho determinado que el poseedor

⁶⁵¹ LOUSSOUARN, Yvon / TROCHU, Michel, “Conflits de lois...”, p. 6; VERHAGEN, Rick, “Book-entry Securities...”, p. 237 y sigs. Normas especiales se establecen en relación con la adquisición de participaciones en empresas privatizadas o cuando el inversor quiere adquirir un porcentaje que le permite ejercer control sobre la administración y las actividades de la sociedad, GRUSON, Michael, “Global Shares of German...”, *cit.*, p. 187-225

⁶⁵² BORRÁS RODRÍGUEZ, Alegría, “Art. 10.3”, *Comentarios del Código civil*, Madrid, Ministerio de Justicia, 1991, pp. 110-111; MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Aurelio, “Emisión de obligaciones por una sociedad española en el extranjero y su inscripción en el Registro Mercantil español”, *Revista crítica de derecho inmobiliario*, Año nº 64, Nº 587, 1988, pags. 1247-1256; MOYA ESCUDERO, Mercedes, CHECA MARTÍNEZ, M, VELÁZQUEZ GRADEA, J, “Títulos-valor”, en *Derecho de Comercio internacional*, editor, FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos, Eurolex, Madrid, 1996, pp. 425-447; MOYA ESCUDERO, Mercedes “Artículo 10, apartado 3”, *Comentarios al Código Civil, Capítulo IV. Normas de derecho internacional privado*, Tomo I, Vol 2º: Artículos 8 a 16 del Código Civil, Madrid, Ederesa, 1995

del certificado puede ejercer en cualquier momento. Consecuentemente, la tenencia del documento es condición imprescindible para hacer valer los derechos incorporados en el título⁶⁵³. La disposición hace referencia tanto a los cheques y a los pagarés, como a las participaciones en sociedades mercantiles. En este contexto, la emisión de las participaciones en sociedades anónimas se regula, de acuerdo con el art. 10.3 CC, por la ley del lugar en el que tal procedimiento tenga lugar. La norma de conflicto en cuestión regula, sin embargo, tan sólo la emisión de títulos-valor. Quedan fuera de su ámbito de aplicación la transformación y la desaparición del documento. En el Código Civil no se establece solución alguna para determinar la ley aplicable a estas cuestiones. Tampoco se regulan la problemática relativa a la capacidad y la forma de la emisión, que quedan cubierta por el art. 9.1 CC y art. 15 CCom, sucesivamente⁶⁵⁴.

El art. 3 LMV establece que “las disposiciones de la presente Ley serán de aplicación a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en el territorio nacional”. Dicha disposición es una norma unilateral que emplea el mismo criterio de conexión que el art. 10.3 CC⁶⁵⁵. Consecuentemente, la ley aplicable a la emisión de las acciones de una sociedad española o extranjera que se realiza en territorio nacional, de acuerdo con los dos preceptos, será la ley española. En relación con la emisión de acciones de las sociedades anónimas españolas en extranjero, el tribunal español competente ha

⁶⁵³ *Idem*

⁶⁵⁴ Art. 9.1 CC establece que “la ley personal correspondiente a las personas físicas es la determinada por su nacionalidad. Dicha ley regirá la capacidad y el estado civil, los derechos y deberes de familia y la sucesión por causa de muerte. El cambio de ley personal no afectará a la mayoría de edad adquirida de conformidad con la ley personal anterior”. El art. 15 CCom, por su parte, prevé que “los extranjeros y las compañías constituidas en el extranjero podrán ejercer el comercio en España con sujeción a las Leyes de su país, en lo que se refiera a su capacidad para contratar, y a las disposiciones de este Código, en todo cuanto concierna a la creación de sus establecimientos dentro del territorio español, a sus operaciones mercantiles y a la jurisdicción de los Tribunales de la nación. Lo prescrito en este artículo se entenderá sin perjuicio de lo que en casos particulares pueda establecerse por los Tratados y Convenios con las demás potencias. En este contexto, es relevante el art. 11 CC que determina la ley aplicable a la forma del contrato. La norma establece que “Las formas y solemnidades de los contratos, testamentos y demás actos jurídicos se regirán por la Ley del país en que se otorguen. No obstante, serán también válidos los celebrados con las formas y solemnidades exigidas por la Ley aplicable a su contenido, así como los celebrados conforme a la Ley personal del disponente o la común de los otorgantes. Igualmente serán válidos los actos y contratos relativos a bienes inmuebles otorgados con arreglo a las formas y solemnidades del lugar en que éstos radiquen.”

⁶⁵⁵ MOYA ESCUDERO, M./CHECA MARTÍNEZ, M./VELÁZQUEZ GRADEA, J, “Títulos-valor”, *cit.*, p. 428

de acudir a la norma del art.10.3 CC, la ley de lugar del emisión. La aplicación de la ley extranjera, sin embargo, no debe ser contraria al orden público, tal y como dispone el apartado 3 del art. 12 CC⁶⁵⁶.

El art. 3 LMV cubre no solamente la emisión de los valores, sino, también, su negociación y comercialización. La norma, por lo tanto, tiene un ámbito de aplicación más amplio que el del art. 10.3 CC. En este aspecto, quedan subordinadas a la LMV todas las ofertas de adquisición pública de valores negociables. La reglamentación de las OPAs es de índole político-administrativa lo que justifica el carácter imperativo de las normas. Consecuentemente, la LMV determina la emisión y las ofertas públicas de suscripción de los valores negociables que se realizan en el mercado nacional.

2.2. LEY APLICABLE AL TRANSFER

La *lex societatis* determina, asimismo, la forma del transfer de las participaciones en todos sus aspectos. Las partes en un contrato de compraventa pueden elegir la ley aplicable a su relación contractual. No obstante, hay determinados aspectos en relación con los valores negociables que quedan fuera de esta libertad de contractual. La entrega de las participaciones societarias, la forma de transferir el valor y los efectos legales del transfer quedan cubiertos por la *lex societatis*.

El tranfer de los valores se regula por la ley que rige la emisión. El transfer de las participaciones de la sociedad que se realiza de forma distinta de la prevista la *lex societatis* puede llevar, inminentemente a la nulidad de la transacción si la ley personal así lo establece⁶⁵⁷. La

⁶⁵⁶ Art. 12.3 CC establece que “En ningún caso tendrá aplicación la ley extranjera cuando resulte contraria al orden público”, Sobre el tema: MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Aurelio, “Emisión de obligaciones...”, *cit.*, pp. 1248

⁶⁵⁷ La aplicación de una normativa distinta de la *lex societatis* puede invalidar el transfer de los valores. JOHNSON, A., “The law applicable to shares...”, *cit.*, p. 18. En el caso *United Cigarette Machine Co. Inc. vs. Canadian Pacific Railway Co.* las acciones de *Canadian Pacific Railway*, compañía constituida conforme al derecho canadiense, se transferían mediante la inscripción en el registro de la empresa. En 1916 parte de los valores propiedad de accionistas alemanes, se vendieron a compradores de Estados Unidos. La transacción se realizó con la entrega de los certificados que incorporaban los derechos y las obligaciones endosados por los vendedores. Los inversores procedieron en 1920 a inscribir la

transacción de acciones en Gran Bretaña se realiza, en algunos supuestos, con las anotaciones en el registro de socios de la sociedad⁶⁵⁸. El Derecho alemán prevé que las acciones representadas por títulos se transfieren con la entrega del certificado⁶⁵⁹. El Derecho español especifica las formas de transfer de las acciones de acuerdo del tipo de valores y su carácter especial en el Capítulo IV, Sección II LSA. Al mismo tiempo, todos los ordenamientos jurídicos prevén normas especiales que regulan la transacción de valores en los mercados primarios y secundarios. En la mayoría de las bolsas nacionales las acciones están desmaterializadas y se transfieren a través de sistemas electrónicos y sin el empleo de certificados de papel⁶⁶⁰. Los valores negociables podrán representarse, asimismo, por medio de títulos. Los títulos que el emisor entrega incorporan los derechos y las obligaciones que otorga la adquisición al socio. La exigencia de inscribir o no los valores en el registro de la sociedad, se determina por la *lex societatis*. Consecuentemente, si las acciones son al portador, la posesión misma del título atribuye al inversor la calidad de accionista. Mientras que para los títulos nominativos es imprescindible la anotación de los datos personales del adquirente en el registro del emisor⁶⁶¹. Es la ley personal de la sociedad la que determina tanto el tipo de acciones, como el método de transacción. La normativa española prevé de forma imperativa en los arts. 51 y 57 LSA y el art. 5 LMV la forma de representación y de transacción de los valores negociables que han de respetar todas las sociedades que están constituidas de acuerdo con el

compraventa en el registro de la compañía, pero tal anotación le fue negada sobre la base de una Orden del Consejo de mayo de 1916 del Gobierno canadiense relativa a los activos de las compañías nacionales en el “*Custodian of enemy property*”. En 1923 el *Cutodian* liberó las acciones junto con los dividendos acumulados, pero no indemnizó los interesados. Los accionistas presentaron una demanda ante los tribunales de Nueva York exigiendo el pago de los intereses. En su decisión el tribunal sostuvo que “*Rights regarding transfer of stock of a Corporation or liens attaching thereto must be determined by the law of the place of incorporation ... The question of who must be recognized as a shareholder is to be determined by the law of Canada; likewise, where or not interest is payable.*”

⁶⁵⁸ Companies Act 2006 (c. 46), Part 21 Certification and transfer of securities, Chapter 1, Certification and transfer of securities: general, art. 770 y sigs., en: http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/ukpga_20060046_en_44

⁶⁵⁹ GRUSON, Michael, “Global Shares of German...” *cit.*, p. 187-225, JOHNSON, A., “The law applicable to shares”, *cit.*, pp. 13.

⁶⁶⁰ JOHNSON, A., “The law applicable to shares”, *cit.*, pp. 13

⁶⁶¹ Arts. 51 y 57 LSA y el art. 5 LMV, Companies Act 2006 (c. 46), Part 21

Derecho español. El párrafo 303 del *Restatement (2ed.) Conflict of Laws* establece expresamente que la ley del Estado de incorporación de la sociedad determina quienes son los accionistas de la compañía⁶⁶². El art. 8 del *Uniform Commercial Code* establece las disposiciones que determinan la ley aplicable a los aspectos constitutivos de las participaciones en sociedad de capital. La norma prevé que la *lex societatis* regula la validez de los valores, los derechos y las obligaciones del emisor en relación con el registro del transfer, la eficacia del registro de la operación, la responsabilidad del emisor ante el adquirente. La ley personal del emisor regula, asimismo, la posibilidad de que un tercero, parte interesada, presente demanda contra la persona a cuyo nombre están registradas las acciones o contra la persona en cuya posesión se encuentran los certificados que incorporan los valores⁶⁶³.

Aquí, sin embargo, es imprescindible hacer una aclaración, teniendo como criterio el *situs* de los valores. Si la ley personal de la entidad establece que el transfer se realiza a través de la entrega de los certificados o mediante anotación en las correspondientes cuentas, el *situs* será el lugar en el que se encuentra el registro o el certificado. En el caso de adquisición inicial que crea el vínculo jurídico-económico entre la sociedad y el inversor, la *lex societatis* y la *lex situs* normalmente coinciden⁶⁶⁴. Si la empresa que emite las acciones está constituida de acuerdo con el Derecho español, la ley aplicable a las acciones al portador será la ley del lugar en el que se encuentra el documento que incorpora los derechos y las obligaciones. En el momento de la adquisición directa las participaciones se hallan en el territorio del emisor- España. En este caso, la ley española es tanto la ley personal de la sociedad emisora, como la *lex situs*. En cuanto a la compra de participaciones nominativas, la ley que rige el transfer es

⁶⁶² Párrafo 303 del *Restatement (2ed.) Conflict of Laws*, "The local law of the state of incorporation will be applied to determine who are the shareholders of a corporation"

⁶⁶³ Art. 8 "The local law of the issuer's jurisdiction ...governs: (1) the validity of a security; (2) the rights and duties of the issuer with respect to registration of transfer; (3) the effectiveness of registration of transfer by the issuer; (4) whether the issuer owes any duties to an adverse claimant to a security; and (5) whether an adverse claim can be asserted against a person to whom transfer of a certificated or uncertificated security is registered or a person who obtains control of an uncertificated security."

⁶⁶⁴ OOI, Maisie, *Shares and Other Securities...*, cit., pp. 18-19

siempre la del lugar en el que está situado el registro, que también, será la ley española. La transmisión originaria o posterior de acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta se efectúa por transferencia contable. La adquisición tanto de acciones representados por título como de valores representados por medio de anotaciones en cuenta se desarrolla en su fase inicial en el territorio del Estado en el que esta incorporada la sociedad. La ley, en ambos casos, se determina por el *situs* del objeto de negociación que se encuentra en el mismo territorio geográfico y jurídico en el que está incorporada la sociedad. Por estas razones la ley que rige el transfer de los valores es la misma que la ley del lugar de la incorporación del emisor.

2.3. EFECTOS DE LA ADQUISICIÓN

Los efectos del transfer del soporte físico en caso de valores representados por título o de la inscripción de los valores representados por anotaciones en cuenta y el estatus legal del vendedor y el adquiriente en relación con el emisor de las participaciones se determinan por la ley que rige la constitución de la sociedad. La adquisición inicial de participaciones crea un vínculo económico-jurídico entre ambas partes al otorgar al adquiriente la condición de accionista, proporcionándole determinados derechos y obligaciones que dependen del tipo de acciones que haya adquirido. Los derechos y las obligaciones que le atribuye la compra de valores se incorporan en las acciones que la compañía emite. Es precisamente la *lex societatis* la que establece el medio de representación de las acciones: títulos o anotaciones en cuenta. La sociedad, si su ley personal lo establece, debe registrar todas las acciones y anotar los datos de las personas a las que vende sus participaciones. Las imperfecciones que se cometen a la hora de efectuar las inscripciones se regulan, por lo tanto, por la ley personal de la sociedad.

Los derechos y las obligaciones que están incorporados en las acciones están previstos de forma detallada en los estatutos, pero siempre respetan los límites impuestos por la normativa societaria. La libertad de las partes de negociar y pactar las distintas condiciones de su relación está restringida por las disposiciones de la ley que rige la creación de la sociedad. En la mayoría de los Estados Miembros, por ejemplo, de acuerdo con la política societaria de la Unión Europea, están prohibidos los denominados “*golden shares*” que otorgan derechos especiales de voto de las autoridades nacionales en las empresas privatizadas⁶⁶⁵.

2.4. LEY APLICABLE A LA RELACIÓN ENTRE LA SOCIEDAD Y EL INVERSOR Y ENTRE LOS ACCIONISTAS INTER SE

En segundo lugar, merece una especial atención el tema de la ley que determina los derechos y las obligaciones que las acciones incorporan. La relación entre el emisor y el accionista es una relación especial cuyo carácter se determina no por la *lex contractus*, sino por la

⁶⁶⁵ Sentencia del TJCE de 14 de febrero de 2008, Asunto C-274/06, Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino de España; Sentencia del TJCE de 6 de diciembre de 2007, *Federconsumatori* y otros (C-463/04) y *Associazione Azionariato Diffuso dell’AEM SpA* y otros (C-464/04) contra Comune di Milano; Sentencia del Tribunal de Justicia de 23 de octubre de 2007, Asunto C-112/05, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania; Sentencia del TJCE de 2 de junio de 2005, Asunto C-463/00, Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino de España; Sentencia del TJCE de 13 de mayo de 2003; Asunto C-503/99, Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino de Bélgica; Sentencia del TJCE de 4 de junio de 2002, Asunto C-483/99, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Francesa; Sentencia del TJCE de 4 de junio de 2002, Asunto C-367/98, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Portuguesa; BUSTILLO SAIZ, María del Mar, “Nota sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la “doctrina” de la acción de oro”, *RDM*, Nº 259, 2007, pp. 7-55; DE LA SERNA BILBAO, M.N., “Comentarios a la jurisprudencia del TJCE en relación con las denominadas “acciones de oro”; las restricciones de la libre circulación de capitales y de establecimiento”, *REDE*, julio-agosto 2003, pp. 529-571; GRUDMANN, Stefan/ MÖSLEIN, Florian, “Golden shares, State control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects”, SSRN working paper; URREA CORRES, Mariona, “El régimen de autorizaciones administrativas previas en las empresas privatizadas: Comentario a la Sentencia del TJCE de 13 de mayo de 2003, asunto C-436/00 Comisión de las Comunidades Europeas/ Reino de España”, *RDCE*, Nº15, año 7, mayo-agosto, 2003, ZUMBANSEN, Peer/ SAAM, Daniel, “The ECJ, Volkswagen and European corporate law: reshaping the European varieties of capitalism”, *CLPE* research paper 30/2007, vol.3, Nº 6

ley personal de sociedad⁶⁶⁶. Las cuestiones relacionadas con los derechos y las obligaciones que derivan de la adquisición inicial de acciones quedan fuera del ámbito de aplicación del Reglamento Roma I/ Convenio de Roma. En el art. 1.2.e) de ambas normas se excluyen de su ámbito de aplicación todas “las cuestiones pertenecientes al Derecho de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, tales como su constitución, mediante registro o de otro modo, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución, así como la responsabilidad personal de los socios y administradores como tales con respecto a las obligaciones de la sociedad, asociación o persona jurídica”. La *lex societatis* determina, los derechos mínimos de los accionistas: la posibilidad de participar en la administración y la gestión de la sociedad⁶⁶⁷, en el reparto de dividendos⁶⁶⁸, si en caso de aumento del capital social los accionistas tienen derecho preferente de adquisición⁶⁶⁹, si para la adquisición de los valores se exige que el inversor pague el precio completo o el pago se puede efectuar a plazos, determina, asimismo, la forma del pago y la divisa en la que se ha de hacer, el porcentaje mínimo cuya adquisición obliga a realizar una oferta pública, los requisitos subjetivos para ser socio, etc⁶⁷⁰.

Ilustración de la exposición anterior será el caso, por ejemplo, de una sociedad anónima constituida de acuerdo con el Derecho español que opera principalmente en California y que por mala gestión de la actividad mercantil llega a liquidación. De acuerdo con el Derecho de California los socios de la compañía tienen responsabilidad personal por

⁶⁶⁶ DICEY & MORRIS, *The conflict of laws*, *cit.*, pp. 930-931; JOHNSON, A., “The law applicable to shares” , *cit.*, pp. 8 y sigs.; LOUSSOUARN, Yvon / TROCHU, Michel, “Conflits de lois en matière de sociétés”, *cit.*, p. 5; OOI, Maisie, *Shares and Other Securities...*, *cit.*, pp. 17 y sigs.; VAN HOUTTE, Hans, “The law applicable...”, *cit.*, pp. 4 y sigs.; VERHAGEN, Rick, “Book-entry Securities...”, *cit.*, p. 114

⁶⁶⁷ Art. 93 LSA, JOHNSON, A., “The law applicable to shares”..., *cit.*, p. 12; GRUSON, Michael, “Global Shares of German...” *cit.*, p. 266- derecho alemán y norteamericano; *Restatement (2d), Conflict of Laws*, párrafo 304

⁶⁶⁸ Capítulo III LSA; JOHNSON, A., “The law applicable to shares”..., *cit.*, p. 12; GRUSON, Michael, “Global Shares of German...”, *cit.*, pp. 253-265; *Restatement (2d), Conflict of Laws*, párrafo 304

⁶⁶⁹ LSA, Capítulo VI, Sección II, arts. 151-162, LOUSSOUARN, Yvon/ TROCHU, Michel, “Conflits de lois...”, *cit.*, pp. 16-17

⁶⁷⁰ GRUSON, Michael, “Global shares of German...”, p. 241; LOUSSOUARN, Yvon/ TROCHU, Michel, “Conflits de lois...”, *cit.*, p. 5; VAN HOUTTE, Hans, “The law applicable to securities...”, *cit.*, p. 70

las deudas de la empresa⁶⁷¹. Sin embargo, de acuerdo con el Derecho español, art. 1 LSA, los accionistas de una SA no responden personalmente de las deudas sociales. La LSA es la ley nacional de la sociedad, es la norma, por lo tanto, que determina los límites de la responsabilidad de los socios. Consecuentemente, el tribunal competente para resolver el conflicto ha de aplicar sus propias normas de conflicto que llevan a la *lex societatis*. Consecuentemente, para determinar la responsabilidad por deudas se aplica la ley española y no la californiana.

Así que, en una transacción de participaciones societarias con elementos internacionales la *lex societatis* regula dos cuestiones: por una lado, la emisión de las acciones, puesto que dicho procedimiento forma parte del mecanismo de constitución de la empresa, y por otro, la relación entre la sociedad y los inversores y entre los accionista *inter se*. La adjudicación de la resolución de los conflictos que surgen en estos temas a la ley personal de la sociedad tiene una explicación ante todo práctica. En este aspecto es imprescindible hacer una referencia a dos normas comunitarias que regulan problemas de carácter internacional: el Reglamento (CE) n° 44/2001 relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil y el Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I) y los convenios que los preceden: el Convenio de Bruselas y el Convenio de Roma de 1980⁶⁷². Las cuestiones relacionadas con la constitución, la validez y la nulidad de una sociedad, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución, así como la responsabilidad, personal de los socios y administradores como tales con respecto a las obligaciones de la sociedad, asociación o persona jurídica (art. 1.f) Reglamento Roma I) quedan fuera del ámbito de aplicación de dichas normas. Los supuestos en cuestión son objeto de reglamentación específica que varía en cada Estado. La estructura y la organización interna de las sociedades

⁶⁷¹ JOHNSON, A., "The law applicable to shares"..., *cit.*, p. 11

⁶⁷² Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales abierto a la firma en Roma el 19 de junio de 1980, *DO C* 27 de 26.1.1998

mercantiles difieren en cada ordenamiento jurídico, dependiendo de factores distintos entre los que se encuentran las condiciones específicas del mercado, los objetivos económicos y políticos, las costumbres comerciales, etc. Prever normas que establezcan mecanismos idénticos aplicables de forma uniforme en todos los Estados Miembros iría más allá del objetivo de los Reglamentos/Convenio y vulneraría la particularidad de cada uno de los modelos nacionales⁶⁷³. Por estas razones los temas en cuestión que caracterizan la sociedad anónima se regulan por el Derecho del Estado en el que está incorporada la sociedad.

Por otro lado, la relación entre la sociedad y los accionistas y entre los accionistas *inter se* tiene carácter interno, es decir, no afecta a las relaciones con terceros. La aplicación de la *lex societatis* simplifica sustancialmente la relación y proporciona el nivel necesario de previsibilidad y seguridad en el tráfico mercantil internacional. Tal norma permite a las partes conocer desde el principio la ley que se aplica a la constitución de la entidad, a la emisión de los valores y a las relaciones entre los accionistas y entre la compañía y los socios. La ley personal de la sociedad no puede ser manipulada por el adquirente con el fin de asegurar la protección de sus intereses⁶⁷⁴. La ley aplicable es una constante y no una variable que depende del lugar en el que se desarrolla la transacción. El inversor puede prevenir algunas de las consecuencias de la operación porque ya sabe de antemano y con seguridad la ley que regirá determinados aspectos de la transacción.

La ley nacional de la sociedad es un elemento estable que aporta una cierta seguridad a las partes pero no tiene un carácter absoluto. La sociedad anónima como cada entidad mercantil opera en el tráfico comercial como una persona jurídica constituida de acuerdo con un determinado ordenamiento. La pregunta que surge es ¿Cuál es la *lex*

⁶⁷³ Informe Giuliano Lagarde, punto 6 “*Having regard to the differences which exist, it may be that certain relationships will be regarded as within the scope of company law or might be treated as being governed by that law (for example, société de droit civil, nicht-rechtsfähiger Verein, partnership, Vennootschap onder firma, etc.) in some countries but not in others. The rule has been made flexible in order to take account of the diversity of national laws.*”

⁶⁷⁴ OOI, Maisie, *Shares and Other Securities...*, cit., p. 25

societatis de una sociedad, constituida de acuerdo con el Derecho de un Estado, pero que opera en otro? La determinación de la ley nacional de la sociedad puede plantear problemas puesto que cada Estado tiene sus propias normas que especifican cuando una sociedad se considera domiciliada en su territorio. En este contexto el art. 48 TCE toma en consideración la variedad legislativa en los Estados Miembros en cuanto a las condiciones legales de constitución de una sociedad y reconoce la validez de cada figura jurídica. La diversidad de regímenes constitutivos se reduce en dos modelos: la teoría de la constitución y la teoría de la sede real. En el primer supuesto la *lex societatis* es la ley del Estado conforme cuyo Derecho se ha constituido la sociedad. De acuerdo con el segundo modelos, la *lex societatis* es la ley del Estado en cuyo territorio de halla la sede real o la administración central de la entidad. A partir de estos dos modelos se han desarrollado variedades híbridas adaptadas a las condiciones propias del mercado nacional, al sistema económico y, en cierto modo, a los intereses políticos. La problemática relacionada con la determinación de la ley nacional de la sociedad ha sido ámpliamente debatida en el doctrina, tanto española, como extranjera⁶⁷⁵. Por esta razón en este estudio se hace una presentación

⁶⁷⁵ ARENAS GARCÍA, Rafael, "La *lex societatis* en el Derecho de las sociedades internacionales", *Derecho de los Negocios*, 1996, año 7, núms. 70/71, pp. 11-26; ARENAS GARCÍA, Rafael, "Ambito de la *lex societatis*", epígrafe 3 del Capítulo VIII de FERNÁNDEZ ROZAS, J.C. (editor), *Derecho del comercio internacional*, Madrid, Eurolex, 1996, pp. 232-242; ARENAS GARCÍA, Rafael, "Movilidad y transformación internacional de sociedades", Capítulo V de ÁLVAREZ ARJONA, J.M^a. y CARRASCO PERERA, A. (dirs.), *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Navarra, Gómez-Acebo & Pombo. Abogados/Aranzadi, 2004, pp. 233-253, escrito en colaboración con la Profa. Dra. Blanca VILÀ COSTA; ARENAS GARCÍA, Rafael, "Sociedades", capítulo 3 de FERNÁNDEZ ROZAS, J.C., ARENAS GARCÍA, R., y MIGUEL ASENSIO, P.A. de *Derecho de los negocios...*, cit., pp. 171-244; BAEZ, Kilian y BALDWIN, Teresa "The End of the Real Seat Theory (Sitztheorie): the European Court of Justice Decision in Ueberseering of 5 November 2002 and its Impact on German and European Company Law", *GLJ*, Vol. 3 No. 12 - 01 December 2002, CALVO CARAVACA, Javier, BAEZ, "Las sociedades mercantiles en el comercio internacional", en *Nuevos temas de Derecho Internacional* Editorial Vlex, 2006; DAMMANN, Jens C, "The future of co-determination after Centros: Will German corporate law move closer to the U.S. model?", *FJCFL*, 2003; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades y conflictos...*, cit.; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "La libertad de establecimiento y el reconocimiento de los tipos societarios extranjeros: una revisión de la jurisprudencia del TJCE", *NUE*, N° 252, 2006, (Ejemplar dedicado a: Derecho de Sociedades), pp.131-142; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Derecho de sociedades...", cit., pp. 67-176, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "La sentencia "Überseering"...", cit., pp. 663-682; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "La Sentencia "Centros"...", cit., pp. 79-96; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "La *Sitztheorie* es incompatible con el Tratado CE: (algunas cuestiones del derecho internacional de sociedades iluminadas por la sentencia TJCE de 9 de marzo de 1999)", *RDM*, N° 232, 1999, pp. 645-686; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "El Tratado CE y la *Sitztheorie*: el TJCE considera (-por fin-) que son incompatibles", *REDI*, Vol. 51, N° 1, 1999, pp. 295-

general de las características distintivas de cada modelo y las soluciones del TJCE a los conflictos que surgen en relación con la libertad de establecimiento de las sociedades en el territorio de la Comunidad.

La diversidad en la reglamentación de la personalidad jurídica de la sociedad anónima no tiene relevancia alguna cuando se trata de una operación nacional. Sin embargo, en una transacción internacional la confrontación de dos sistemas jurídicos que aplican reglas distintas para determinar el domicilio de la sociedad puede afectar de forma inherente a los intereses de las partes. El problema que se plantea está directamente relacionado con el tema de la seguridad en las operaciones transnacionales. Uno de los principios que rige las relaciones contractuales entre las compañías y garantiza el buen funcionamiento de los mercados intencionales es el principio de mutuo reconocimiento de las empresas extranjeras como operadores económicos iguales que desarrollan su actividad en el territorio nacional. El principio incluye el reconocimiento de la sociedad no sólo como titular de determinados derechos y obligaciones, sino como persona jurídica cuya constitución, estructura, funcionamiento, modificación y disolución se determinan por su ley nacional⁶⁷⁶. El reconocimiento incondicional y absoluto de las sociedades, constituidas de acuerdo con el Derecho de un Estado extranjero es el eje principal sobre el que se desenvuelve el conflicto de leyes relativo a la actividad de la empresa en uno o varios mercados extranjeros⁶⁷⁷. Toda la problemática viene fomentada no por la

297, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Derecho de sociedades: problemas de ley aplicable", *Instituciones de derecho privado* / coord. por Juan Francisco Delgado de Miguel, Vol. 6, Tomo 1, 2003 (Mercantil. Derecho de sociedades. Parte general/ coord. por Ana Fernández-Tresguerres García), pp. 21-154; JOHNSON, A., "The law applicable to shares"..., *cit.*, pp. 9-11; MENJUCQ, Michel, *La mobilité des sociétés...*, *cit.*, pp. 16-45; ORÓ MARTÍNEZ, Cristian, "Überseering", *AEDIPR*, 2004, pp. 1116-1123; RAMMELOO, Stephan, "Recognition Theories: Private International Law Treaties and EC Law" en *Corporations in private international law a European perspective* Oxford [etc.] Oxford University Press cop. 2001, pp. 9-24, SÁNCHEZ LORENZO, Sixto "El Derecho europeo de sociedades y la sentencia "centros": la relevancia de la "sede real" en el ámbito comunitario", *Anuario español de derecho internacional privado*, 2000, pp. 115-158; SANCHO VILLA, Diana, *La transferencia internacional de la sede social en el espacio europeo*, Madrid: Eurolex, DL 2001, pp. 35-115

⁶⁷⁶ SÁNCHEZ LORENZO, Sixto "El derecho europeo de sociedades...", *cit.*, p. 120; RAMMELOO, Stephan, "Recognition Theories...", *cit.*, p. 10

⁶⁷⁷ MENJUCQ, Michel, *La mobilité des sociétés...*, *cti.*, p. 47; SANCHO VILLA, Diana, *La transferencia internacional...*, *cit.*, p. 35

existencia de distintos modelos de reglamentación, sino por el carácter imperativo de uno de ellos, que tiene como objetivo principal el control tanto de las empresas que operan en su territorio, como del mismo mercado nacional⁶⁷⁸. Dicho control se consigue a través de un determinado criterio de conexión, el domicilio de la sociedad, y la imposición de normas imperativas que vienen a garantizar la aplicación de la ley del Estado cuyo Derecho rige la persona jurídica⁶⁷⁹. La diferencia sustancial, el foco del problema, es que en “los modelos de libertad de elección de la ley aplicable a la sociedad, los socios pueden determinar la sede, mientras que en los modelos imperativos, el legislador obliga a los socios a que hagan coincidir la sede social con el lugar de administración o explotación de la misma, sancionando su no coincidencia con una especie de levantamiento del velo”⁶⁸⁰. Permitir que empresas extranjeras accedan al mercado nacional y aceptar sin más el resultado de sus operaciones tiene una base sustancialmente económica, mientras que conceder la aplicación de una ley extranjera, aunque fuera la ley nacional de la sociedad, es ya cuestión de control.

La creación de una persona jurídica siempre se hace de acuerdo con un ordenamiento jurídico. La sociedad no se puede constituir sólo por el mero acuerdo de los fundadores sino que se exige el cumplimiento de determinadas condiciones legales previstas en la normativa de un Estado concreto⁶⁸¹. En la parte preliminar de la constitución de una sociedad los socios tienen la posibilidad de elegir la ley que regirá su estatus como persona jurídica. La elección crea un vínculo jurídico-económico entre el Estado y la persona jurídica que convierte ésta última en titular de determinados derechos y obligaciones. Por otro lado, el nexo así creado es el elemento esencial que determina la nacionalidad de la compañía, materializada a través del domicilio lo que en el Derecho internacional privado es uno de los

⁶⁷⁸ CARO GÁNDARA, Rocío, *La competencia judicial internacional...*, cit., p. 25

⁶⁷⁹ MENJUCQ, Michel, *La mobilité des sociétés...*, cit., p. 22-24

⁶⁸⁰ CARO GÁNDARA, Rocío, *La competencia judicial internacional...*, cit., p. 25

⁶⁸¹ ARENAS GARCÍA, Rafael, “Sociedades... cit., p. 171

criterios de conexión esenciales para determinar tanto la ley aplicable como la jurisdicción competente⁶⁸².

Sin embargo, en el ámbito de Derecho de sociedades, aunque se identifique la nacionalidad de la empresa, puede resultar difícil que la compañía desarrolle actividades económicas en un determinado mercado. La imposibilidad de operar se debe a la falta de reconocimiento de la personalidad jurídica que viene determinada por un Derecho que es distinto del Derecho del Estado en cuyo mercado la compañía quiere desarrollar su actividad mercantil. El hecho de que las autoridades nacionales no reconozcan el estatus de una persona jurídica tiene consecuencias económicas negativas para la empresa interesada como la imposibilidad de constituir una sucursal o la negación del acceso a la justicia, puesto que no se les reconoce la calidad de partes en el proceso⁶⁸³.

Los dos modelos normativos principales, el de la constitución y el de la sede estatutaria, que predominan en la doctrina pueden ser objeto de interés sólo si se observan desde la perspectiva de los conflictos que se plantean a la hora de determinar la ley aplicable a las relaciones intra-societarias: los temas relativos a la creación de la sociedad, las relaciones entre la entidad y los socios y entre los accionista *inter se* y, sobre todo, la emisión de acciones. La exposición de los elementos distintivos de cada uno de estos modelos tiene como objetivo presentar la problemática existente relacionada con el reconocimiento de las sociedades extranjeras y su actividad en el mercado nacional y cómo los conflictos correspondientes afectan a las transacciones internacionales de valores negociables. Tal conflicto tiene consecuencias directas para la determinación de la ley aplicable a la emisión de acciones.

⁶⁸² MENJUCQ, Michel, *La mobilité des sociétés...*, cit., pp. 24-32; MENJUCQ, Michel, *Corporations in private international law...cit.*, p. 13; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades y conflictos de leyes...*, cit., pp. 91-107, en contra de la aplicación de este término CALVO CARAVACA, Javier, "Las sociedades mercantiles...", cit., p. 10

⁶⁸³ ARENAS GARCÍA, Rafael, "Sociedades... cit.", p. 173

2.5. CRITERIOS PARA DETERMINAR LA LEX SOCIETATIS

2.5.1. EL MODELO DE INCORPORACIÓN

De acuerdo con el modelo de incorporación la *lex societatis* es la ley del Estado conforme cuyo Derecho se haya constituido la sociedad, independientemente del país en que la empresa tiene su administración central o centro de actividad principal⁶⁸⁴. Es decir, los fundadores de la persona jurídica deciden qué normativa regirá las relaciones intra-societarias y la emisión de valores. El modelo de incorporación se sigue en el Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, Países Bajos, Dinamarca, Suecia, Suiza, Bulgaria, etc⁶⁸⁵.

Este modelo normativo reconoce los derechos y las obligaciones de cada persona jurídica que está constituida conforme las normas legales de un determinado Estado, independientemente de que la empresa tenga su administración central en otro Estado. La consecuencia es que toda sociedad válidamente constituida de acuerdo con su propia ley podrá desarrollar su actividad mercantil en el mercado nacional⁶⁸⁶. En segundo lugar, el modelo de incorporación al reconocer la personalidad jurídica de la sociedad, reconoce los efectos de la actividad que desarrolla la compañía extranjera en su mercado. Esto significa que si los fundadores han elegido el Derecho inglés como ordenamiento jurídico que rija la constitución, el funcionamiento, la disolución y las relaciones entre la sociedad y los accionistas y entre los

⁶⁸⁴ Este modelo normativo se conoce en la doctrina francesa como *théorie du siège statutaire*, en Alemania se utiliza el término *Gründungstheorie*, en Holanda *leer van de statutaire zetel/incorporatieleer*, en Italia, *teoria della sede statutaria*. ARENAS GARCÍA, Rafael, "La *lex societatis*...", *cit.*, pp. 11-26; ARENAS GARCÍA, Rafael, "Ámbito de la *lex societatis*"...*cit.*; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., Derecho de sociedades... *cit.*, pp. 21-154, *Derecho de sociedades*..., *cit.*, pp. 48-63, MENJUCQ, Michel, *La mobilité des sociétés*..., *cit.*, pp. 16-45, Rammeloo, Stephan, *Corporations in private international law*..., *cit.*, pp. 16-20

⁶⁸⁵ DICEY & MORRIS, *The conflict of laws*, *cit.*, pp. 1103-1106, pp. 61-63; RAMMELOO, Stephan, *Corporations in private international law*..., *cit.*, pp. 95-237, SANCHO VILLA, Diana, *La transferencia internacional*..., *cit.*, p. 82, El modelo de incorporación caracteriza, asimismo, los ordenamientos jurídicos de Turquía, Polonia, Albania.

⁶⁸⁶ ARENAS GARCIA, Rafael, "Sociedades... *cit.*, p. 173; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades y conflictos de leyes*..., *cit.*, pp. 48-63; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "La Sentencia "Centros"...*cit.*, p. 81; JOHNSON, A., "The law applicable to shares"... *cit.*, p. 9; RAMMELOO, Stephan, *Corporations in private international law*..., *cit.*, pp. 16-20

socios, la ley personal es la ley inglesa. Sin embargo, si los fundadores constituyen la sociedad de acuerdo con el Derecho danés pero tiene su centro de administración central en Gran Bretaña, para las autoridades inglesas la *lex societatis* es la ley danesa puesto que la sociedad está válidamente constituida de acuerdo con el ordenamiento danés. Así que, para la emisión y la forma de la posterior transmisión de los valores se aplicará el Derecho de Dinamarca.

El modelo de incorporación se basa en la libertad de elección de los fundadores de la sociedad. Los socios desde el principio saben qué ley se aplica a todas las relaciones intra-societarias lo que proporciona un elevado y comprensible nivel de seguridad jurídica. La ley que regula las cuestiones relativas a la constitución, el funcionamiento, el emisión de valores o los límites de los derechos y las obligaciones de los accionistas está claramente determinada y no varía cada vez que la compañía cambia su sede de administración o el mercado en el que desarrolla su actividad principal. Al mismo tiempo, facilita las relaciones con terceros, ofreciendo la información inmediata del Derecho que se aplica a determinados aspectos del acto⁶⁸⁷. Para los inversores es relativamente fácil comprobar desde el principio la ley que rige la emisión de los títulos y determinar la calidad de accionista. La posibilidad de conocer todos los aspectos de la operación permite al inversor valorar de forma posiblemente más objetiva el riesgo legal y económico de la transacción. La visión completa, tanto de las posibles ganancias como de las pérdidas, influye sobre las decisiones empresariales y determina las estrategias de la compañía. El enfoque económico del análisis jurídico de la inversión resulta imprescindible puesto que el conocimiento de la normativa aplicable evita tanto el gasto innecesario posterior a la adquisición, como el riesgo que ha de asumir la persona que decide invertir. La perspectiva no puede ser estrictamente jurídica debido a la complejidad de las operaciones. En una compraventa directa realizada por una suma relativamente

⁶⁸⁷ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades...*, cit., pp. 52-54; RAMMELOO, Stephan, *Corporations in private international law...*, cit, p. 17

pequeña, el riesgo es asumible. En los mercados financieros internacionales, sin embargo, se realizan operaciones muy complicadas y costosas que pueden ser una mezcla de compraventa de unas acciones y la prenda de otras. El valor económico de la transacción es un aspecto importante que merece una especial atención y justifica la referencia expresa y la conexión con la seguridad jurídica.

Por otro lado, el modelo de incorporación, al reconocer la personalidad jurídica de toda entidad constituida de acuerdo con un ordenamiento nacional, favorece la actividad económica de las empresas. Las compañías a la hora de decidir donde invertir su capital libre toman en consideración varios factores en el Estado receptor. Se presta especial atención a la orientación política y la predisposición de la administración de atraer a inversores extranjeros. Se valoran, asimismo, las condiciones del mercado y el nivel de desarrollo de la economía nacional. Factor determinante es, también, el marco legal que regula las operaciones en el mercado de destino. Mientras más ventajas legales o económicas ofrece el Estado de destino, más compañías extranjeras invierten allí. Este simple principio económico se aplica con la misma fuerza para las operaciones financieras. Si la regulación de las transacciones de valores proporciona una protección adecuada de los intereses tanto a las compañías emisoras como a los inversores, la concentración de capitales en este mercado será relativamente más alta. El reconociendo de la personalidad jurídica de una compañía extranjera facilita la incorporación de esta en el mercado de destino, permitiendo que desarrolle su actividad mercantil.

2.5.2. EL MODELO DE SEDE REAL

De acuerdo con el modelo de la sede real la ley que rige las cuestiones de constitución, validez, modificación o disolución de la persona jurídica y las relaciones intra-societarias es la ley del Estado en el que se halla la sede real o la administración central de la compañía.

El modelo de la “*siège réel*” se desarrolla sobre la idea que la compañía debe tener un vínculo real con el Estado en el que opera y cuyo ordenamiento jurídico aplica en sus transacciones. Si no existe tal vinculación fáctica con el mercado en el que la entidad opera, dicho ordenamiento no reconoce la personalidad jurídica. La sede real como punto de conexión se utiliza en gran parte de los ordenamientos jurídicos en Europa: en Bélgica, Luxemburgo, Francia, Alemania Grecia, Portugal, Austria.

El punto de conexión que determina la ley aplicable es el mercado en el que opera la sociedad. Si la compañía realiza toda su actividad mercantil en un Estado, se justifica que las normas jurídicas de este país regulen las cuestiones inter-societarias. La intervención de la entidad en un mercado nacional siempre está vinculada con diversos tipos de negocios que crean relaciones de distinta índole. Esto otorga a las autoridades de dicho Estado a ejercer un control efectivo sobre las actividades de la compañía. La sede real como punto de conexión es el lugar en el que se encuentra la administración central y efectiva de la sociedad. El Tribunal Supremo alemán ha definido la “*siège sociale*” de forma aún más estricta como el lugar en el que las decisiones corporativas se transforman en la actividad diaria de la compañía⁶⁸⁸.

El modelo de la sede real se caracteriza por la presencia de normas imperativas que definen su carácter predominantemente proteccionista. A diferencia del modelo de incorporación, el modelo de la *siège réel* limita la voluntad de los fundadores de elegir la *lex societatis* al determinar como ley personal la ley del Estado en el que se encuentra la administración central de la compañía⁶⁸⁹. Las consecuencias directas en el ámbito internacional son los problemas de reconocimiento de las sociedades extranjeras que acompañan el modelo de sede real. El reconocimiento de las sociedades extranjeras siempre se hace de

⁶⁸⁸ RAMMELOO, Stephan, *Corporations in private international law...*, cit., p. 178; ROTH, Wulf-Henning, ‘Recognition of foreign companies...’, cit., p. 32; ROTH, Wulf-Henning, ‘From Centros to Uberseering...’, cit., p. 181

⁶⁸⁹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades y conflictos de leyes...*, cit., pp. 67 y sigs; RAMMELOO, Stephan, *Corporations in private international law...*, cit., p. 11

acuerdo con las normas de conflicto del foro. En el modelo de sede real esto significa que la *lex societatis* de la persona jurídica es la ley del Estado en el que se encuentra el centro donde se toman las decisiones relacionadas con las actividades económicas de la entidad. Es decir, no se reconocerá como persona jurídica extranjera la sociedad constituida válidamente en un Estado pero que tienen su administración central en el territorio de otro Estado. Tendrá legitimidad sólo en el caso en el que la sede de administración coincide con la sede de incorporación⁶⁹⁰. La consecuencia es que la sociedad será reconocida si se constituye válidamente de acuerdo con el Derecho del Estado en el que se halla su sede real⁶⁹¹. El elemento decisivo que se emplea como punto de conexión es el territorio desde que opera la sociedad. Este es el elemento que sirve como vínculo entre la compañía y un concreto ordenamiento nacional y, consecuentemente, lo determina como ley personal de la sociedad.

2.5.3. *NORMATIA ESPAÑOLA*

El ordenamiento español tiene carácter mixto. Algunas de las normas de conflicto son típicas del modelo de sede real. Sin embargo, el ordenamiento interno prevé mecanismos jurídicos que facilitan el traslado de la sede de una sociedad extranjera en España. Son varias las normas de conflicto en la normativa nacional que determinan la ley personal de la sociedad. La disposición principal que sirve como punto de partida es el art. 9.11 Código Civil que establece que la “ley personal correspondiente a las personas jurídicas es la determinada por su nacionalidad, y regirá en todo lo relativo a capacidad, constitución representación, funcionamiento, transformación y extinción”⁶⁹². El art.

⁶⁹⁰ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades y conflictos de leyes...*, cit., pp. 67 y sigs

⁶⁹¹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “La Sentencia "Centros" ...”, cit., p. 81

⁶⁹² ABARCA JUNCO, Paloma, GONZÁLEZ CAMPOS, Julio D., *Derecho internacional privado*, cit., pp. 45-59; CALVO CARAVACA, Luis Alfonso, “Artículo 9, apartado 11” en ALBALADEJO, Manuel / Díaz Alabart, Silvia, *Comentarios al Código civil y compilaciones forales*, 3ª ed., Madrid, Edersa, 1997, Tomo I, Vol

9.11.CC es una norma de conflicto bilateral en la que el legislador utiliza la nacionalidad como punto de conexión⁶⁹³. No obstante, en la disposición no especifica cómo se determina la nacionalidad de la sociedad, la *lex societatis* sí que está determinada, es, precisamente, la ley nacional. La existente laguna legislativa obliga a acudir a otras normas de DIPr. que contienen criterios suficientes para determinar la nacionalidad de las sociedades.

En el ámbito de las sociedades los criterios atributivos se encuentran en dos normas, el art. 5 LSA y el art. 6 LSRL. El legislador establece que se consideran entidades mercantiles españolas todas las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada que tienen su domicilio en territorio nacional, independientemente del Estado en el que se han constituido. El legislador obliga, en el apartado 2 de ambas normas, a las sociedades cuyo principal establecimiento o explotación radique dentro de territorio nacional que tengan su domicilio en España. Dichas normas vinculan la personalidad jurídica de una sociedad con el lugar en el que encuentra su domicilio⁶⁹⁴. Es decir, si los fundadores eligen que el domicilio de la compañía esté en el territorio español, entonces la sociedad se considera española y queda subordinada a la normativa correspondiente interna. El domicilio es el criterio que determina la ley personal tanto de una entidad constituida

2º; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades y conflictos de leyes...*, cit., pp. 285-311; ORTIZ ARCE, Antonio, “Normas de Derecho Internacional Privado”, en RAMS ALBESA, Joaquín J., *Comentarios al Código Civil*, Barcelona: J.M. Bosch, 2000-2001, pp. 263-366, p. 307 y sigs.; PAZ-ARES, Cándido, “Art. 9.11º” en RODRÍGUEZ-CANO, Rodrigo Bercovitz, *Comentarios al Código civil*, Elcano Aranzadi cop. 2001; SANCHO VILLA, Diana, *La transferencia internacional...*, cit., pp. 86-100. La estructura de la norma y, sobre todo el empleo del término “nacionalidad” al determinar la ley personal de las sociedades ha sido severamente criticada por la mayoría de la doctrina

⁶⁹³ ARENAS GARCÍA, Rafael, *Registro mercantil...*, cit., p.215; SANCHO VILLA, Diana, *La transferencia internacional...*, cit., p. 86

⁶⁹⁴ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades...*, cit., p. 296, el autor contrapone los debates doctrinales y, acertadamente, critica la postura de algunos analistas, seguidores de la tesis de la *constitución-domicilio* que sostienen que son españolas las sociedades constituidas de acuerdo con el derecho español y, al mismo tiempo, tienen su domicilio en el mismo estado. La existencia cumulativa de ambos elementos resulta contradictoria, puesto que invita a confusión en cuanto al modelo que se emplea en España. Si se toma en consideración la constitución de la sociedad, entonces la personal ha de ser la ley del estado conforme con cuyo derecho ésta haya sido constituida. Por otro lado, si el criterio es el domicilio (la sede real), entonces la nacionalidad depende del lugar en el que la sociedad tiene su *siège réel*. El cúmulo de ambos criterios puede llevar a situaciones absurdas, como por ejemplo, el caso en el que una sociedad constituida en España pero con sede real en extranjero, para el ordenamiento nacional serán personas jurídicas sin *lex societatis*.

en España, como de las empresas extranjeras que tienen su establecimiento principal en el territorio nacional⁶⁹⁵.

Las normas españolas indican tan sólo los supuestos en los que las sociedades se consideran españolas, pero dejan sin determinar en qué circunstancias las entidades no lo son. El esquema unilateral ha sido criticado por parte de la doctrina por limitar la posibilidad de los tribunales de determinar qué ley nacional, española o extranjera, resulta aplicable⁶⁹⁶. El enfoque bilateralista, no obstante, ha sido aplicado por los tribunales españoles en varios asuntos que exigían la determinación de la ley personal de la sociedad. En la Sentencia de Audiencia Provincial de Granada de 9 de marzo el tribunal reconoce la personalidad jurídica de una compañía extranjera que está constituida de acuerdo con el Derecho taiwanés⁶⁹⁷. En un caso parecido el Tribunal de Baleares considera que la parte demandada es una sociedad regular al considerar que queda demostrado que está constituida conforme al Derecho de las Islas Vírgenes Británicas⁶⁹⁸. Los tribunales españoles, en el tercer asunto, reconocen la legitimidad como parte en el proceso de una sociedad válidamente formada de acuerdo con las disposiciones del ordenamiento jurídico vigente en Gibraltar⁶⁹⁹.

⁶⁹⁵ El empleo del domicilio de la sociedad como criterio para determinar su nacionalidad es otro tema sobre el que la doctrina no es unánime. El debate radica sobre el ámbito de aplicación de los arts. 5 LSA y el art. 6 LSRL, en especial, sobre el vacío legal ante que se enfrenta una sociedad constituida conforma al derecho español, pero que tiene su principal establecimiento en un estado extranjero. Una gran parte de la doctrina la considera como una sociedad española válidamente constituida (BLANCO-MORALES LIMONES, Pilar, *La transferencia internacional...*, cit., pp. 102-104, ESTEBAN DE LA ROSA, F., “La nacionalidad...”, cit., p. 226, PEÑA BERNARDO DE QUIROS, M., “Artículo 28”, cit., p. 703, CALVO CARAVACA, Alfonso-Luis, *Derecho internacional privado*, cit., p. 303). Otros autores defienden la bilateralización de la sede real. (ARENAS GARCÍA, Rafael, *Registro mercantil ...*, cit., p. 227, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades...*, cit., p. 301)

⁶⁹⁶ CALVO CARAVACA, Alfonso-Luis/CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier, *Derecho internacional privado*, cit., p. 346; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., *Derecho de sociedades...*, cit., p. 287

⁶⁹⁷ SAP Granada, núm. 145/2003 de 9 marzo, (JUR\2003\166229)

⁶⁹⁸ SAP Baleares, núm. 128/2005 de 18 marzo, (AC\2005\356)

⁶⁹⁹ SAP Málaga, núm. 917/2005 de 12 septiembre, (JUR\2006\30642)

2.5.4. CONSECUENCIAS DE LA CONFRONTACIÓN DE LOS DOS MODELOS EN RELACIÓN CON LA TENENCIA Y EL TRANSFER DE LAS ACCIONES

El conjunto de derechos y obligaciones corporativas y la forma de la transacción de participaciones se determina por la ley personal de la sociedad emisora. Los modos más habituales son o bien, a través de inscripción en un registro, o bien, mediante la entrega del documento que representa los derechos y las obligaciones incorporados en las acciones. En el primer caso la inscripción se realiza de acuerdo con la ley del lugar en el que se halla el registro, pero la inscripción se reconoce precisamente porque la *lex societatis* la prevé como modo válido de la transacción. La transferencia de la propiedad de las acciones a través de la entrega del certificado endosado tendrá validez jurídica siempre y cuando la ley personal de la compañía establece esta forma como modo de transacción. La *lex situs*, por lo tanto, se activa como ley del lugar en el que se encuentran las acciones, precisamente porque la *lex societatis* regula el régimen de transferencia. En este sentido, la sociedad puede inscribir las participaciones que emite en un registro distinto del registro en su Estado de constitución aprovechando el permiso que se establece en la ley personal. La entrega de los certificados endosados será válida siempre cuando la *lex societatis* lo establece así⁷⁰⁰.

El punto de partida es la ley personal de la sociedad. Esta ley es la que regula todos los elementos constitutivos de las participaciones y, consecuentemente, es la que determina las operaciones que pueden tener como objeto los valores societarios. En este aspecto, hay diferencia sustancial entre los derechos y las obligaciones que el inversor obtiene en el momento en el que realiza la aportación en el capital de la sociedad y el derecho de propiedad del título en el que se incorporan dichos derechos corporativos⁷⁰¹. La ley personal determina el carácter y el alcance de los derechos corporativos, su representación

⁷⁰⁰ JOHNSON, A., "The law applicable to shares", *cit.*, p. 23

⁷⁰¹ *Idem*

y el modo de transferencia. Estos elementos tienen carácter absoluto, son aplicables en todas y cada una de las operaciones. Así que, para determinar la legalidad del transfer del título, sin embargo, el tribunal competente debe acudir a las normas que regulan el contrato siempre partiendo de la premisa que la *lex societatis* es la que permite la realización o no de dicha operación. Es decir, si las acciones pueden ser objeto o no de un contrato de compraventa, si pueden ser utilizados como garantía, ser objeto de un pacto de donación, etc., se prevé en la ley personal de la sociedad. La forma de los distintos tipos de contratos se determina por la ley que regula cada uno de ellos.

En este aspecto, el párrafo 303 del *Restatement (Second) of Conflict of Laws* establece que “se aplicará el Derecho del Estado de incorporación para determinar que personas se consideran accionistas...Del mismo modo, en situaciones en las que el Derecho nacional establece que la propiedad del certificado incorpora la propiedad de la correspondiente acción, los tribunales del Estado de constitución de la sociedad han de acudir al Derecho que debería ser aplicado por los tribunales del Estado en el que se hallaba el certificado para determinar si el transfer del certificado ha traspasado, también, los derechos incorporados en el valor negociable”⁷⁰². Por lo tanto, todas las cuestiones relativas a la validez de la transacción de los valores se determinan por la ley aplicable al contrato.

⁷⁰² Restatement (Second) of Conflict of Laws § 303 (1971) , Current through March 2008, Copyright © 1971-2008 by the American Law Institute, “*The local law of the state of incorporation will be applied to determine who are shareholders of a corporation except in the unusual case where, with respect to the particular issue, some other state has a more significant relationship under the principles stated in § 6 to the person involved and the corporation, in which event the local law of the other state will be applied*”. En los comentarios de la norma, en la letra e), se especifica que, “*Usually, as stated in Comment c, the courts of the state of incorporation would look to their own local law to determine what persons are shareholders of a corporation. On occasion, however, these courts would look to some other law. So these courts, upon the death of a shareholder, would usually determine questions of inheritance to his shares by the law that would be applied by the courts of the state where the shareholder was domiciled at the time of his death (see §§ 260 and 263). Likewise, these courts would usually determine questions of marital property interests in a share in accordance with the local law of the state where the spouses were domiciled at the time that the share was acquired by one of the spouses (see § 258). Similarly, in situations where the local law of the state of incorporation provides that ownership of the certificate carries with it ownership of the underlying share (see § 64), the courts of the state of incorporation would look to the law that would be applied by the courts of the state where the certificate was located to determine whether a dealing with the certificate has resulted in a transfer of title to the share (see § 249).*”

En cuanto a las relaciones relativas a la emisión y la transacción inicial de participaciones la confrontación de ambos modelos tiene una particular proyección. Si una compañía constituida válidamente conforme con su *lex societatis* decide fijar su administración central en el territorio de un Estado en el que se aplica el modelo de la sede real significa que la sociedad debe respetar ambas normativas en relación con la emisión de acciones y su inicial transacción. El ordenamiento del Estado en el que se incorpora la persona jurídica determinará todos los elementos de una válida constitución. Esta misma ley regula, como ya se especificó en las páginas anteriores, todos los elementos constitutivos de las participaciones: su tipo (acciones, obligaciones, bonos, etc., o posibles híbridos de éstos), la forma bajo la que puede existir y circular (tangibles o intangibles), los requisitos de su carácter nominativo, los poderes que derivan del título, las condiciones de su transmisibilidad, si pueden ser acciones al portador o han de ser todas acciones registradas, las condiciones de validez o nulidad de las acciones emitidas. Al mismo tiempo, la fijación de la sede administrativa en otro Estado otorgaría, de acuerdo con el modelo de sede real, a las autoridades a aplicar la normativa nacional y exigir que las participaciones emitidas respeten las disposiciones vigentes en su territorio. La compañía, en esta supuesto, se ve obligada a respetar dos normativas nacionales que pueden diferir significativamente.

Los problemas de reconocimiento de las sociedades extranjeras afectan a todos y cada uno de los aspectos relacionados con la emisión y la forma de la transmisión de las acciones. Por ejemplo, la entidad mercantil está incorporada en Estado A y su *lex societatis* establece que la sociedad que cotiza en bolsa ha de emitir solamente acciones registradas y la única forma de transmisión es a través de anotaciones en cuenta (como establece la ley francesa). Los administradores deciden fijar el centro de operaciones en el Estado B en el que la normativa prevé que las sociedades nacionales que cotizan en los mercados regulados pueden emitir tanto valores representados por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta y que los primeros pueden

ser tanto nominativos como al portador⁷⁰³. Las compañías alemanas y austriacas que cotizan en bolsa emiten normalmente títulos al portador, mientras que para las empresas norteamericanas la Bolsa de Nueva York (*NYSE*) exige que la representación se haga a través de anotaciones en cuenta⁷⁰⁴. Para que una sociedad alemana cotice en la Bolsa de Nueva York debe convertir sus acciones y al revés, si la compañía norteamericana decide cotizar en algún mercado regulado alemán, ha de emitir las acciones en la forma prevista por la ley alemana.

Por otro lado, la normativa alemana permite que la sociedad emita un solo certificado que englobe todos los valores emitidos, siempre cuando esta posibilidad esté expresamente prevista en los estatutos⁷⁰⁵. En este contexto, el accionista no puede pedir que se le entregue un certificado personalizado de los valores que haya adquirido. En el Derecho norteamericano, sin embargo, no existe una norma espacial que prohíba que los accionistas tener certificado personalizado de las acciones que posean⁷⁰⁶. Como solución de los problemas que la diferencia en los ordenamientos nacionales puede provocar, la *NYSE* permite a las compañías que cotizan en la bolsa a emitir certificados individuales por petición expresa de los accionistas⁷⁰⁷.

El no reconocimiento de las sociedades extranjeras tiene consecuencias negativas en todos y cada uno de los aspectos relativos a los negocios de la sociedad. Los problemas legales que se derivan del no

⁷⁰³ GRUSON, Michael, "Global Shares...", *cit.*, pp. 193-199, Micheler, Eva, *Property in securities...*, *cit.*, p. 60

⁷⁰⁴ Art. 10.1. AktG, GRUSON, Michael, "Global Shares...", *cit.*, p. 199

⁷⁰⁵ *Idem.*, p. 202, art. 9 del Gesetz über die Verwahrung und Abschaffung von Wertpapieren

⁷⁰⁶ *Idem.* p. 204, art. 501.01 del Manual de NYSE: 501.01 *Stock Certificates*, (A) *The Exchange does not require that a statement of the rights and preferences of authorized classes or series of stock be placed on stock certificates. It is required, however, that the information be readily available to shareholders. (B) The Exchange does not require that a listed company send stock certificates to a record holder with respect to a stock distribution if either the distribution relates to an issuance pursuant to a stock dividend reinvestment plan, stock dividend reinvestment purchase plan or a similar stock purchase plan; or regardless of the nature of the distribution, the company's stock is included in a direct registration system, operated by a securities depository, and available for Exchange-traded stocks. For the purpose of this paragraph a "securities depository" means a clearing agency, as defined in Section 3(a)(23) of the Securities Exchange Act of 1934, that is registered with the Securities and Exchange Commission pursuant to Section 17A(b)(2) of that Act. The stock certificates of each class or series of stock should either: Show the office or agency of the company from which shareholders may obtain a copy of the provisions of authorized stock, or contain a statement (which may be verbatim or, preferably, a reasonable summary) of the rights and preferences of all classes of authorized capital stock.*

⁷⁰⁷ *Idem.*

reconocimiento aumentan el precio de la inversión en el mercado extranjero y repercuten sobre toda la actividad de la empresa. La inseguridad jurídica supone un verdadero obstáculo a la movilidad de las compañías en el mercado globalizado y repercute sobre el desarrollo mismo de la economía nacional. Las barreras legales que crean los ordenamientos nacionales impiden la apertura de los mercados financieros. La eliminación de los obstáculos de la libre circulación de personas jurídicas y capitales es una de las principales tareas de la normativa de la Unión Europea.

SECCIÓN II. LEY APLICABLE A LA ADQUISICIÓN DE ACCIONES

La *lex societatis* regula sólo una parte de las operaciones relativas a las participaciones societarias: la emisión de valores, la forma de la transacción que atribuye al adquirente la calidad de accionista, las relaciones entre la compañía y los socios y entre los accionistas *inter se*. Lo que queda fuera del ámbito de aplicación de la ley personal son las cuestiones relativas a la transacción posterior de los valores emitidos por las sociedades de capital. La compraventa de acciones se realiza a través de contratos mercantiles con los que se traspasan los derechos y las obligaciones incorporadas en las acciones del accionista al adquirente.

La determinación de la ley aplicable a las transacciones de valores es difícil de analizar de forma aislada, puramente mercantil. Las actividades comerciales que tienen como objeto de negocio las participaciones de sociedades de capital son operaciones altamente especulativas. Esta característica suya justifica en la mayoría de los casos la regulación imperativa de las relaciones entre los operadores y la implicación de las instituciones gubernamentales encargadas a supervisar la legalidad de las transacciones. La complejidad de las operaciones, los intereses implicados, los riesgos y, sobre todo, las cantidades que se invierten en cada una de ellas requieren la adopción

de normas exactas y precisas que regulen de forma íntegra pero flexible dichos negocios financieros. Se observa un creciente interés por parte de las autoridades nacionales de intervenir de forma directa o indirecta en diferentes aspectos de las operaciones internacionales de valores negociables indistintamente de la ley aplicable a los contratos, o bien, limitando la libertad de las partes de elegir normas aplicables a su relación, imponiendo disposiciones imperativas del foro, o bien, limitando la ejecución de sentencias extranjeras si éstas afectan de alguna manera a los intereses estatales. En este aspecto prueba clara son las normas que regulan las operaciones en los mercados de capitales que determinan como ley aplicables la normativa estatal por ser la ley del mercado afectado. La estructura de las transacciones internacionales de valores y la combinación de intereses privados y públicos pueden llevar a la aplicación de leyes distintas que, en ocasiones, provoquen situaciones en las que resultan aplicables dos o más normativas estatales. En estas situaciones “la cuestión de la ley aplicable a la transacción concreta a menudo se transforma en cuestión de ejecución legítima de jurisdicción (en ocasiones incluso extraterritorial) y la normativa que regula el conflicto de leyes se desarrolla sobre la base de Derecho internacional público”⁷⁰⁸.

Las transacciones de valores negociables, sin embargo, son operaciones que se desarrollan sobre la base de un contrato mercantil. Las partes de tales pactos, independientemente de su carácter, personas públicas o privadas, actúan con fines puramente económicas cuyo cumplimiento depende de numerosos factores. El éxito de las operaciones se vincula con varios factores de distinta índole y conlleva ciertos riesgos que los inversores necesitan conocer para poder evitar las pérdidas. Uno de los aspectos de significativa importancia es saber antes de realizar la inversión la ley aplicable a todos los aspectos de la relación contractual. Ademán, en función de la complejidad de las operación es más que probable que resulten aplicables normas de

⁷⁰⁸ SCHUSTER, Gunnar, “Securities transactions on or of- exchange”, Capítulo IV en VAN HOUTTE, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998, p. 74

distintos Estados. Una transacción internacional de valores se puede desarrollar entre partes domiciliadas en distintos países que, además, eligen como aplicable el Derecho de un tercer Estado. Las participaciones, objeto del contrato, puede que se coticen en mercados regulados extranjeros o que están inscritas en un registro que se halla en un Estado distinto.

El contrato que regula la compraventa de valores negociables es un típico contrato mercantil en el que las partes implicadas pueden por mutuo acuerdo determinar los parámetros de su relación. Es este aspecto, pueden elegir, entre otros, el tribunal competente que conozca del litigio y la ley aplicable a la compraventa internacional de valores. Tales acuerdos, siempre y cuando respeten las normas correspondientes, se reconocen por los tribunales, salvo en los casos en los que se detecte o bien imperfección en la forma, o bien, resulten contrarias a normas imperativas de la ley de foro. El encuentro de elementos extranjeros en un mismo contrato puede llevar a la aplicación de distintas leyes, hecho que complica sustancialmente la resolución de las controversias que surgen entre las partes interesadas a lo largo de la operación. La implicación de normativas de distintos países que en ocasiones pueden tener carácter imperativo, hace imposible la aplicación de una sola ley a la transacción internacional de valores. El objetivo del análisis a continuación es presentar cómo determinar la ley aplicable a la compraventa internacional de acciones. Fuera del estudio de este trabajo quedan los problemas que surgen de los contratos internacionales de constitución de derechos de garantía sobre valores anotados en cuenta. Consideramos que dichas operaciones dotan de especial complejidad que los convierte en merecedores de un estudio exhaustivo especial⁷⁰⁹

⁷⁰⁹ Las razones de centrar el tema del estudio sobre la adquisición de las participaciones societarias se presentan en Parte introductoria del trabajo. Los problemas relacionados con los derechos de garantía sobre valores anotados en cuenta es analizan en: BERNASCONI, C., "The Hague Convention...", *cit.*, BERNASCONI, C., "Déterminer la loi applicable...", *cit.*, p. 53; BERNASCONI, C., "The law applicable...", *cit.*; CROWFORD, Bradley, "The "PRIMA" Convention...", *cit.*, pp. 157-206; DEGUÉE, J.-P. & DEVOS, D., "La loi applicable aux tiges...", *cit.*, p. 5; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "La tenencia indirecta de valores", *cit.* p. 63; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "El Convenio de La Haya...", *cit.*, p. 163-189; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "The UNIDROIT Project...", *cit.*; GARCIMARTÍN ALFÉREZ,

El objeto de análisis es la determinación de la ley aplicable a los contratos de adquisición de acciones que presentan elementos internacionales. Se analizará tanto la adquisición de participaciones representados por títulos, como las inversiones que se realizan de valores anotados en cuenta. La determinación de la ley aplicable en el primer tipo de relaciones contractuales no presenta dificultades sustanciales. Sin embargo, esta afirmación no se puede hacer sobre el transfer internacional de acciones anotadas en cuentas que debido a la complejidad en la estructura de las relaciones contractuales, puede crear en la mayoría de los supuestos problemas importantes de conflicto de leyes. La estructura de las transacciones internacionales de valores anotados en cuanta está configurada por varios intermediarios (brokers, fondos de inversión, la central de deposito nacional (CSD) o internacional (ICSD)) y el inversor final no tiene relación directa con el emisor. En el sistema multinivel, como se presentó en el Capítulo I, el inversor no tiene en propiedad las acciones, sino que posee los derechos derivados de éstos. Por ejemplo, un inversor domiciliado en España transfiere participaciones de una empresa francesa a un inversor de Australia. La transacción se realiza a través de anotaciones en el registro del broker situado en Nueva York. Ambas partes están en la cartera del intermediario que, por su parte, es miembro de Euroclear. Los valores están inscritos en el depósito central de valores en Francia – Euroclear France. En una operación como la presente es importante que las partes sepan qué ley se aplica a la transacción. ¿Es la ley francesa, por ser la normativa del lugar en el que se sitúan las acciones (*lex situs*), la ley que determinará la validez de la transacción? O ¿es aplicable la ley belga por ser la ley del Estado en el que sutúa Euroclear? ¿Se puede pretender que será la ley de Nueva York la que

Francisco J., “Los trabajos de la Conferencia de la Haya...”, *cit.*; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “Cuando la norma...”, *cit.*; GOODE, Roy, KANDA, Hideki y KREUZER, Karl, *Explanatory Report ...*, *cit.*; BERNASCONI, C., “Indirectly Held Securities...”, *cit.*, p. 63; GUYNN, Randall D., “Modernizing Securities...”, *cit.*; GUYNN, Randall D / MARCHAND, Nancy J. “Transfer o pledge of securities...”, *cit.*, pp. 47-72; PAZ ARES, Cándido/ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “Conflictos de leyes...”, *cit.*; OOI, Maisie, *Shares and other securities...*, *cit.*, pp. 51-61, 225-321; THÉVENOZ, Luc, “Intermediated Securities...”, *cit.*; STEVEN ROGERS, James, “Conflict of laws...”, *cit.*, pp. 285-328; KRONKE, Herbert, “The draft UNIDROIT Convention...”, *cit.*

opera por ser la ley del lugar en el que se halla el registro del broker a través del que se realiza el transfer? El sistema moderno de custodia de los valores es un mecanismo complejo constituido por múltiples operadores que se interrelacionan en el mercado nacional o internacional a través de procedimientos electrónicos que disminuyen sustancialmente los riesgos y agilizan el transfer de los valores⁷¹⁰. La complejidad de las relaciones que se crean en el proceso de las transacciones internacionales obliga aplicar criterios simples cercanos a la práctica que permitan determinar con facilidad la ley aplicable a cada elemento del contrato. El objetivo del este Capítulo es presentar el desarrollo del principio de la *lex situs* y analizar la correspondiente influencia sobre los criterios que se emplean para determinar la ley aplicable. El presente estudio no tiene como objetivo hacer una comparación entre las disposiciones de diferentes Estados y exponer sus normas de conflicto. El trabajo se realiza desde la perspectiva de los tribunales españoles lo que implica que en relación con los contratos internacionales que tienen como objeto la adquisición de participaciones en una sociedad anónima, el régimen aplicable se determina por el Reglamento (CE) no 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I).

1. EL REGLAMENTO ROMA I - MARCO GENERAL

El Reglamento Roma I es la normativa comunitaria que deben aplicar los tribunales en los Estados Miembros para determina la ley

⁷¹⁰ GUYNN, Randall D / MARCHAND, Nancy .J.J., “Transfer o pledge of securities..., *cit.*, 3.02. Los autores determinan de forma clara y concreta el sistema moderno de custodia como “*it consist of a large number of local and International holding systems with the multi-tiered holding pattern being replicated over and over again in local and international markets, and with the local and international systems being interconnected both horizontally and vertically by a complex network of local and international CSDs and global custodians from a variety of countries who establish relationships with local CSDs or local custodians in another countries. This international securities holding network has entry points all over the world and self- replicating patterns of multi-tiered subsystems in any number of local and cross-border markets.*”

aplicable a las obligaciones contractuales que están previstas expresamente. En los supuestos en los que resulta inaplicable los órganos judiciales españoles deben acudir a las normas de Derecho internacional privado internas- el art. 10.5 CC. La importancia del texto comunitario requiere hacer una presentación general del marco legislativo, exponiendo su ámbito de aplicación a los temas que quedan fuera y las distinciones con respecto al Convenio de Roma de 1980. Los contratos de adquisición de participaciones societarias son típicos contratos mercantiles y entran en el ámbito de aplicación de la norma comunitaria. Antes de entrar en el análisis concreto de las relaciones contractuales que se desarrollan en el proceso de adquisición de valores, se hará una breve presentación del Reglamento Roma I, sin alejarse del objetivo principal. Se hace hincapié a la interrelación entre el texto comunitario y el Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales, abierto a la firma en Roma el 19 de junio de 1980⁷¹¹. La novedad que aporta el Reglamento son normas especiales que regulan la problemática conflictual de determinados tipos de contratos. El legislador comunitario toma en consideración el carácter especial de las operaciones transfronterizas que se realizan en los mercados regulados y prevé normas concretas que determinan la ley aplicable a los contratos celebrados en dichas plataformas.

El Reglamento Roma I desarrolla la línea comunitaria de unificación de los criterios para determinar la ley aplicable a las relaciones contractuales, establecida en el Convenio de Roma de 1980. Ambas normas forman parte del programa comunitario de creación de un mercado único funcional que exige que las normas de conflicto de leyes en los Estados Miembros designen la misma ley nacional con independencia del tribunal ante que se presenta la demanda (considerando 6). El Convenio de Roma, sin embargo, era una norma del Derecho convencional, firmada y ratificada por todos los Estado Miembros de la UE que regulaba de forma uniforme el régimen

⁷¹¹ Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales, abierto a la firma en Roma el 19 de junio de 1980, *DO L* 266 de 09/10/1980 p. 1-19, *BOE* núm. 171/1993, de 19 de julio de 1993

conflictual en materia de obligaciones contractuales. No obstante y a pesar de su aplicación sola y estrictamente en el territorio de la Comunidad, el CR no era una norma comunitaria, lo que fue uno de los motivos para la adopción de un texto que reunía las características esenciales de las normas comunitarias.

La interrelación entre ambos textos se establece tanto de forma directa como indirecta en las disposiciones del Reglamento Roma I. El art. 24 prevé de manera expresa que el reglamento sustituye el CR en todos los Estados Miembros⁷¹². Por otro lado, en el Considerando 7 el legislador comunitario declara que el nuevo texto legal debe garantizar la coherencia con el Reglamento (CE) N° 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil (Bruselas I), y el Reglamento (CE) N° 864/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II). En cuanto a la noción de “prestación de servicios” y de “venta de bienes”, se prevé que han de interpretarse de igual manera que los conceptos previstos en el art. 5 del Reglamento 44, cuando los bienes y los servicios están cubiertos por dicha normativa. Consecuentemente, el mismo razonamiento será aplicable en relación con la jurisprudencia del Tribunal de Justicia: serán válidas las valoraciones y las interpretaciones que el órgano judicial ha realizado a las disposiciones del Convenio de Roma de 1980⁷¹³.

⁷¹² El Reglamento se aplica de forma directa en todos los Estados Miembros, salvo Dinamarca. De acuerdo con los arts. 1 y 2 del Protocolo sobre la posesión de Dinamarca, la normativa comunitaria en cuestión no se aplica en el territorio danés. En cuanto a Irlanda, las autoridades irlandesas han expresado su deseo de *opting-in*, lo que le permite participar en la adopción y aplicación del Reglamento. El Reino Unido, sin embargo, ha aprovechado la posibilidad de *opt-out*, lo que le ha excluido del proceso de adopción. No obstante, posteriormente, declaró expresamente su deseo de aplicar el texto comunitario. El Reglamento se aplica en el territorio de Reino Unido a partir de 17 de diciembre de 2009. Decisión de la Comisión, 2009/26/CE, de 22 de diciembre de 2008, sobre la petición del Reino Unido de aceptar el Reglamento (CE) n° 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I) [notificada con el número C(2008) 8554], DO, n° L 010 de 15/01/2009 p. 22. No se aplica, sin embargo, en los territorios franceses y holandeses de Ultramar.

⁷¹³ En cuanto a otros instrumentos supranacionales, el reglamento no afecta de modo alguno la aplicación por los Estados Miembros de los convenios internacionales en materias de obligaciones contractuales en los que éstos son parte y han ratificado en su derecho interno. La única obligación que se impone es que los Estados notifiquen a la Comisión los compromisos internacionales contraídos (Considerando 41 y el

El Reglamento Roma I sigue el marco general establecido en el Convenio de Roma de 1980⁷¹⁴. El texto comunitario, sin embargo, modifica significativamente algunas de las soluciones conflictuales en materia de relaciones contractuales: se añade una mención expresa a la *culpa in contrahendo*, se elimina la exclusión de algunos contratos de

art. 261). El Reglamento, sin embargo, prima en relación con los convenios bilaterales entre Estados Miembros que regulan el conflicto de leyes en las materias cubiertas por la norma comunitaria.

⁷¹⁴ El Reglamento comunitario sigue el esquema desarrollado en el Convenio de Roma de 1980, lo que permite hacer referencia a dicho texto y emplear la jurisprudencia del TJCE que interpreta las normas del CR. Análisis doctrinal sobre el Convenio de Roma:

ÁVILA DE LA TORRE, Alfredo, *Lecciones de derecho de los contratos en el comercio internacional*, Salamanca Ratio Legis 2006; BORRÁS RODRÍGUEZ, Alegría, “La aplicación en España del convenio de Roma de 19 de junio de 1980 sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales”, *AAMN*, Tomo 34, 1995, pp. 263-289; BOSCHIERO, Nerina, “Verso il rinnovamento e la trasformazione della Convenzione di Roma: problemi generali”, en Paolo Picone, *DIPDC*, Cedam, Padova, 2004, pp. 319-420; CALVO CARAVACA, Alfonso Luis, “La ley aplicable a los contratos internacionales (el Convenio de Roma de 19 de junio de 1980)”, *Derecho de los negocios*, Año nº 5, Nº 43, 1994, pp. 1-18; CALVO CARAVACA, Alfonso Luis, CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier, “El Convenio de Roma sobre la Ley aplicable a las obligaciones contractuales del 19 de junio de 1980”, *Contratos internacionales / coord. por Pilar Blanco-Morales Limones*, 1997, pp. 41-143; CARBONE, Sergio Maria, “Dos intentos regionales de regulación de los contratos internacionales: El Convenio de Roma de 1980 sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales y su relación con la Convención Interamericana de 1994 sobre derecho aplicable a los contratos internacionales”, *Revista jurídica de Castilla - La Mancha*, Nº 34, 2003, pp. 45-60; CASTELLANOS RUIZ, Esperanza, *Reglamento Roma I, sobre la Ley aplicable a los contratos internacionales*, 2009, Comares; DICKINSON, Andrew, “Third-country mandatory rules in the law applicable to contractual obligations: so long, farewell, auf wiedersehen, Adieu?” *JPIL*, April 2007, Vol. 3 No.1, pp. 53-88; DUTSON, Stuart, “A dangerous proposal - the European Commission's attempt to amend the law applicable to contractual obligations”, *JBL*, 2006, SEP, 608-618; EZQUERRA UBERO, José Javier, “La sentencia "Ingmar" y la evolución del derecho internacional privado europeo de los contratos”, *Estudios sobre contratación internacional*, coord. por Alfonso Luis CALVO CARAVACA, Javier CARRASCOSA GONZÁLEZ, 2006, pp. 193-216; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El Reglamento “Roma I” sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales: ¿Cuándo ha cambiado el Convenio de Roma de 1980?”, *La Ley*, Nº 6957, Sección doctrina, 30 de mayo de 2008, Año XXIX; GUARDANS I CAMBÓ, Ignasi, *Contrato internacional y derecho imperativo extranjero: de la jurisprudencia comparada al Convenio de Roma de 19-6-1980*, Pamplona: Aranzadi, 1992; MENÉNDEZ SEBASTIÁN, Paz, “Ley aplicable a las obligaciones contractuales: (Convenio de Roma de 1980)”, en *La transposición del derecho social comunitario al ordenamiento español: un balance en el XX aniversario de la incorporación de España a la Comunidad Europea / coord. por Joaquín García Murcia*, 2005, pp. 738-763; PLENDER, Richard, *The european contracts convention: the rome convention on the choice of law for contracts*, London: Sweet & Maxwell, 1991; QUIÑONES ESCÁMEZ, Ana, “Ley aplicable a los contratos internacionales en la Propuesta de Reglamento “Roma I” de 15.12.2005” *Indret*, Nº. 3, 2006; REIG FABADO, Isabel, “La ratificación por España de los Protocolos interpretativos anexos al Convenio de Roma de 19 de junio de 1980 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales”, en *El derecho de la Unión Europea: 20 años después de la adhesión de España / coord. por Valentín Enrique Bou Franch, María Cervera Vallterra*, 2007, pp. 343-360; REIG FABADO, Isabel, “El Convenio de Roma de 1980 sobre contratos internacionales: problemática de su interpretación”, *RGD*, Nº 627, 1996, pp. 13215-13230; RODRÍGUEZ BENOT, Andrés “El convenio de Roma de 19 de junio de 1980 veinticinco años después: balance y perspectivas de futuro”, *Estudios sobre contratación internacional / coord. por CALVO CARAVACA, Alfonso Luis/ CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier*, 2006, pags. 497-534; VILLANI, Ugo, *La Convenzione di Roma sulla legge applicabile ai contratti*, 2ª ed., Bari Cacucci 2000; VIRGÓS Soriano, Miguel, “La ley aplicable a los contratos internacionales: la regla de los vínculos más estrechos y la presunción basada en la prestación característica del contrato” *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez / coord. por Juan Luis Iglesias Prada*, Vol. 4, 1996, pp. 5289-5312

seguros que estaban previstos en el CR y se establecen normas que determinan la ley aplicable a todos los tipos de contratos de seguros previstos expresamente en la Primera Directiva 73/239/CEE del Consejo, de 24 de julio de 1973, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida, y a su ejercicio, etc.⁷¹⁵.

Sin modificación alguna quedan los temas excluidos del ámbito de aplicación del Convenio de Roma de 1980⁷¹⁶. Se mantiene la supresión a los temas de ley aplicable a los contratos que tienen como objeto los títulos- valores. El art. 1.2 (d) excluye expresamente del ámbito de aplicación del Reglamento “las obligaciones que se deriven de letras de cambio, cheques y pagarés, así como de otros instrumentos negociables en la medida en que las obligaciones nacidas de estos últimos instrumentos se deriven de su carácter negociable”. La disposición excluye de forma expresa las relaciones contractuales que se provienen de tres tipos específicos de instrumentos negociables- la letra de cambio, el cheque y el pagaré. La decisión se justifica con el carácter especial de los contratos en cuestión lo que los convierte en

⁷¹⁵ Primera Directiva 73/239/CEE del Consejo, de 24 de julio de 1973, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida, y a su ejercicio. El texto comunitario está modificado por la Directiva 2005/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 323 de 9.12.2005, p. 1). Se excluyen, sin embargo, del ámbito de aplicación del Reglamento Roma I los contratos de seguros que proceden de operaciones realizadas por organizaciones compañías distintas de las previstas en el artículo 2 de la Directiva 2002/83/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de noviembre de 2002, sobre el seguro de vida (DO L 345 de 19.12.2002, p. 1, última modificación – Directiva 2007/44/CE.) que establecen el deber de conceder una indemnización a trabajadores por cuenta ajena o por cuenta propia, contratados por una empresa o grupo de empresas, en caso de fallecimiento supervivencia, cesación o limitación de la actividad, enfermedad relacionada con el trabajo o accidentes laborales.

⁷¹⁶ De acuerdo con el art. 1.2 quedan fuera del ámbito de aplicación del Reglamento las cuestiones relacionadas con el estado civil (letra a), la capacidad de las personas, las obligaciones que derivan de relaciones familiares (letra b) y del régimen económico matrimonial, de los testamentos y de las sucesiones (letra c). El Reglamento tampoco se aplica a los convenios arbitrales y de elección del foro (e), a las las cuestiones pertenecientes al Derecho de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, tales como su constitución, mediante registro o de otro modo, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución, así como la responsabilidad personal de los socios y administradores como tales con respecto a las obligaciones de la sociedad, asociación o persona jurídica (letra f) que se determinan por la *lex societatis*, las relaciones entre los intermediario y los representados en cuanto a los intereses de los terceros (letra g), la constitución de *trust* y las relaciones entre los fundadores, administradores y los beneficiarios (letra h). Se excluyen, asimismo, los temas de determinación de la ley aplicable a la prueba y el procedimiento (letra i), las obligaciones que derivan de tratos previos a la celebración del contrato (letra j) que quedan cubiertos por el Reglamento CE 864/2007 del Parlamento y del Consejo de 11 de julio de 2007 relativo a la ley aplicable a las relaciones extracontractuales (Roma II).

merecedores de una regulación especial. En el punto 3.1.3 del Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I) el legislador comunitario declara que “la exclusión de las obligaciones derivadas de letras de cambio, cheques y pagarés (artículo 1.2, letra d)) se debe en definitiva a que estos aspectos se regulan adecuadamente en acuerdos específicos, cuyo ámbito de aplicación se extiende más allá de la Comunidad y cuya permanencia no debe comprometerse”⁷¹⁷. Otra razón que explica la exclusión de estos instrumentos financieros es que han sido adoptados varios convenios internacionales que regulan la materia controvertida y contienen normas de conflicto que determinan la ley aplicable. Se trata de los Convenios de Ginebra sobre los instrumentos financieros de 1930 y 1931 que algunos de los Estados Miembros han ratificado⁷¹⁸.

La exclusión se extiende a las obligaciones que derivan del carácter negociable de otros instrumentos negociables regulados en el Derecho interno de los Estados Miembros. Las acciones de una sociedad anónima son parte del capital corporativo, confieren al titular legítimo la condición de socio y le atribuyen los derechos y obligaciones previstos en la ley y en los estatutos (art. 47 y art. 51 LSA). Al mismo tiempo, son instrumentos negociables de renta variable: su rentabilidad depende del desarrollo económico de la entidad emisora. Consecuentemente, quedan excluidas del ámbito de aplicación del Reglamento Roma I todas las obligaciones de la sociedad ante el accionista y los derechos de éste último a recibir los dividendos⁷¹⁹.

En el Informe Giuliano- Lagarde relativo al Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales se explica la decisión tomada, sosteniendo que las disposiciones del Convenio no están adaptadas

⁷¹⁷ Dictamen sobre del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I) COM(2005) 650 final — 2005/0261 (COD), DO C 318 de 23.12.2006, p. 56/61

⁷¹⁸ Convention for the Settlement of Certain Conflicts of Laws in Connection with Bills of Exchange and Promissory Notes hecha en Ginebra el 7 de junio de 1930, y Convention for the Settlement of Certain Conflicts of Laws in connection with Cheques hecha en Ginebra el 19 de marzo de 1931. España ha firmado ambos textos pero no ha ratificado ninguno de ellos.

⁷¹⁹ LARA AGUADO, Ángeles, *La contratación transfronterizas...*, p. 185

para regular este tipo de relaciones contractuales⁷²⁰. Se sostienen que las particularidades de tales relaciones exigen una regulación especial a través de normas supranacionales que regulan de forma concreta las cuestiones específicas relativas a dichos instrumentos financieros. En el Informe se subraya que la cuestión de si el documento es o no un instrumento financiero no se rige por el Convenio de Roma sino que se determina por la ley del foro⁷²¹. En cuanto al resto de instrumentos negociables, como las acciones, los bonos de Estado, las obligaciones, las *warrants*, los certificados de depósito, etc., entran en el ámbito de aplicación del presente Reglamento las obligaciones que no se derivan de su naturaleza de título valor. La compraventa de valores tiene carácter contractual y no está excluida del ámbito de aplicación de la norma comunitaria. La ley aplicable a la adquisición de acciones, por lo tanto, como un típico contrato de compraventa se determinará, en el ámbito comunitario, por el Reglamento Roma I. Los contratos de compraventa de participaciones societarias no entran en el ámbito de aplicación del Convenio de Viena de 1980 sobre los contratos de compraventa internacional de mercancías puesto que las acciones no se consideran mercancías en el sentido del Convenio tal y como se presenta en el Capítulo II. Consecuentemente, el tribunal español competente para resolver la controversia entre las partes de un conflicto

⁷²⁰ Informe relativo al Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales. DO n° C 282 de 31/10/1980 p. 1-50 "*Subparagraph (c) excludes from the scope of the uniform rules in the first instance obligations arising from bills of exchange, cheques, promissory notes. In retaining this exclusion, for which provision had already been made in the original preliminary draft, the Group took the view that the provisions of the Convention were not suited to the regulation of obligations of this kind. Their inclusion would have involved rather complicated special rules. Moreover the Geneva Conventions to which several Member States of the Community are parties govern most of these areas. Also, certain Member States of the Community regard these obligations as non-contractual. Subparagraph (c) also excludes other negotiable instruments to the extent that the obligations under such other negotiable instruments arise out of their negotiable character. If a document, though the obligation under it is transferable, is not regarded as a negotiable instrument, it falls outside the exclusion. This has the effect that such documents as bills of lading, similar documents issued in connection with transport contracts, and bonds, debentures, guarantees, letters of indemnity, certificates of deposit, warrants and warehouse receipts are only excluded by subparagraph (c) if, they can be regarded as negotiable instruments; and even then the exclusion only applies with regard to obligations arising out of their negotiable character. Furthermore, neither the contracts pursuant to which such instruments are issued nor contracts for the purchase and sale of such instruments are excluded. Whether a document is characterized as a negotiable instrument is not governed by this Convention and is a matter for the law of the forum (including its rules of private international law)*"

⁷²¹ *Idem.*, Informe Guiliano-Lagarde, cit.

que tiene como objeto la compraventa de participaciones de una sociedad anónima, ha de acudir al Reglamento Roma I para determinar la ley aplicable a las obligaciones contractuales concretas.

Fuera del ámbito de aplicación de la norma comunitaria quedan, de acuerdo con la letra f) del art. 1, “las cuestiones pertenecientes al Derecho de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, relativas a cuestiones como la constitución, mediante registro o de otro modo, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, así como la responsabilidad personal de los socios y administradores como tales con respecto a las obligaciones de la sociedad u otras personas jurídicas”. La problemática, relacionada con estos temas, se regula por la *lex societatis*⁷²².

El Reglamento Roma I sigue el esquema del Convenio de Roma de 1980. La regla de base es la autonomía de la voluntad. Este principio básico de las relaciones comerciales permite a las partes elegir la ley que rija el contrato. El texto comunitario establece en los arts. 3 y 4 un régimen general que posteriormente complementa con reglas especiales que regulan los contratos en los que una de las partes se considera parte más débil. La novedad que presenta el texto comunitario es la estructura del art. 4. A falta de elección o cuando ésta no sea válida, el Reglamento en el art. 4 establece un mecanismo para determinar la ley aplicable a la relación contractual que se desarrolla sobre el principio del vínculo más estrecho - se aplica la ley del Estado con el que la relación presenta nexos más directos. Se prevén ocho reglas especiales que concretan diferentes tipos de contratos: los contratos de compraventa de bienes, los contratos de servicios, los contratos sobre inmuebles, los contratos sobre derechos reales, los contratos de franquicia, los contratos de distribución y, por último, los contratos que tiene como objeto la compraventa de instrumentos financieros celebrados en los mercados regulados. Si el objeto de la relación mercantil es

⁷²² Sección I, punto 4

diferente de los tipos de contratos establecidos en el apartado 1, el Reglamento prevé que la ley aplicable será la ley del Estado en el que se encuentra la residencia habitual de la parte que debe realizar la acción que caracteriza el contrato. En los párrafos que siguen a continuación se presenta con más detalle la aplicación del art.4 a los contratos de adquisición de participaciones societarias en los mercados financieros internacionales.

El Reglamento Roma I establece normas específicas sobre cuatro tipos de contratos. La atención especial se debe a que una de las partes en la relación contractual necesita protección especial por estar en una posición más débil⁷²³. En relación con el contrato de compraventa de valores, el Reglamento Roma I establece normas que defienden los intereses de los inversores personas físicas. La normativa comunitaria reconoce su carácter de parte más débil y ofrece una adecuada, a nuestro modo de ver, protección.

La aplicación de una ley distinta de la ley del foro no es absoluta, sino que debe respetar los límites impuestos por las normas imperativas del Estado cuyos tribunales están conociendo de la controversia. Es decir, sea cual fuera la ley que rijan el contrato de adquisición de valores negociables, su aplicación no puede ser contraria a las normas de policía de *lex fori* (art. 9.2)⁷²⁴. La limitación del ámbito de aplicación de una ley extranjera tiene como objetivo salvaguardar los intereses públicos y debe garantizar la protección de los principios y derechos básicos sobre los que se desarrolla el orden político, social y económico de un país. El Reglamento introduce dos novedades significativas. En primer lugar, determina en el apartado 1 del art. 9 que se entiende por normas de policía. El texto comunitario incorpora la definición hecha por el TJCE en los asuntos C-369/96 y C-347/96 y establece que “una disposición imperativa de policía es una disposición imperativa cuya

⁷²³ Normas concretas destinadas a defender los intereses de los consumidores engloban los contratos de transporte (art. 5), los contratos de consumo (art.6), los contratos de seguros (art. 7) y los contratos de trabajo (art.8).

⁷²⁴ DICKINSON, Andrew, “Third-country mandatory rules...”, *cit.*, p. 54; EZQUERRA UBERO, José Javier, “La sentencia “Ingmar”...”, *cit.*, pp. 194 y sigs.; GUARDANS I CAMBÓ, Ignasi, *Contrato internacional y derecho imperativo extranjero: ...*, *cit.*, pp. 508-548

observancia un país considera esencial para la salvaguardia de sus intereses públicos, tales como su organización política, social o económica, hasta el punto de exigir su aplicación a toda situación comprendida dentro de su ámbito de aplicación, cualquiera que sea, por otra parte, la ley aplicable al contrato según el presente Reglamento”⁷²⁵.

En segundo lugar, el legislador comunitario enmienda por completo el régimen de las normas de policía de los terceros Estados. En el art. 7.1 Convenio de Roma de 1980 se preveía la posibilidad de tener en cuenta las normas imperativas de la “ley de otro país con el que la situación tenga una conexión”. Sin embargo, el texto convencional permitía que los Estado Miembros hiciesen una reserva que posteriormente Alemania y Gran Bretaña aprovecharon. El art. 9.3 RRI mantiene tal posibilidad pero limita notablemente su ámbito de aplicación⁷²⁶. En relación con los contratos de adquisición de valores relevancia tienen solamente las normas imperativas del Estado en el que las obligaciones contractuales deben ejecutarse siempre que dichas normas hagan el cumplimiento de la obligación contractual ilegal. El Reglamento establece los mismos criterios que el CR al obligar al juez a valorar todos los elementos del caso para determinar si dar efecto a las normas de policía de un tercer Estado: su naturaleza y objeto y las circunstancias que se derivan de su aplicación y su inaplicación⁷²⁷.

⁷²⁵ Sentencia del Tribunal de Justicia de 23 de noviembre de 1999. Asuntos acumulados C-369/96 y C-376/96. Procesos penales contra Jean-Claude Arblade y Arblade & Fils SARL (C-369/96) y Bernard Leloup, Serge Leloup y Sofrage SARL (C-376/96). Recopilación de Jurisprudencia 1999 página I-8453. En el considerando 30 el TJCE sostiene que “En lo que atañe a la segunda cuestión planteada en cada uno de los dos asuntos en relación con la calificación, en Derecho belga, de las disposiciones controvertidas como leyes de policía y de seguridad, debe entenderse esta expresión en el sentido de que se refiere a las disposiciones nacionales cuya observancia se ha considerado crucial para la salvaguardia de la organización política, social o económica del Estado miembro de que se trate, hasta el punto de hacerlas obligatorias para toda persona que se encuentre en el territorio nacional de ese Estado miembro o con respecto a toda relación jurídica localizada en él”.

⁷²⁶ DICKINSON, Andrew, “Third-country mandatory rules ...” *cit.*, pp. 54 y sigs.; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El reglamento “Roma I”...”, *cit.*, p. 18; QUIÑONES ESCÁMEZ, Ana, “Ley aplicable a los contratos...”, *cit.*, pp. 16-17

⁷²⁷ El texto comunitario prevé de forma específica normas de conflicto que determinan la ley aplicable al consentimiento y la validez material (art. 10), a la validez formal (art. 11), la carga de la prueba (art. 18), a la compensación (art. 17), concretiza el ámbito de la ley aplicable (art. 12), delimita los casos en los que las partes pueden invocar su incapacidad (art. 13). El Reglamento Roma I excluye de forma expresa el reenvío. El art. 20 establece que cuando la ley de un país resulta aplicable la normativa comunitaria en cuestión entiende las normas jurídicas materiales en vigor.

Se establecen, asimismo, normas concretas sobre la cesión de crédito y la subrogación que sigue la línea demarcada en el CR pero con modificaciones importantes. El Reglamento sustituye el término “obligaciones” previsto en el CR por “relaciones” entre el cedente y el cesionario o entre el subrogante y el subrogado, que es un concepto mucho más amplio e incluye “todos los aspectos jurídicos que vinculan al cedente y al cesionario”⁷²⁸. El legislador comunitario regula por separado la subrogación convencional y la subrogación legal. El art. 15 hace referencia a los supuestos en los que una tercera persona distinta del deudor debe satisfacer al acreedor. En estos casos “la ley aplicable a la obligación del tercero determinará si, y en qué medida, éste puede ejercer los derechos que el acreedor tenía frente al deudor según la ley que rige sus relaciones”. El Reglamento en el art. 16 reglamenta la responsabilidad múltiple al prever que la ley que rige la obligación entre el deudor que ha pagado su deuda al acreedor regulará también el derecho de recurso de éste frente al resto de los deudores.

Lo dicho hasta ahora es sobradamente conocido y no es objeto de mayor discusión; pero se hacía necesario exponerlo aquí para explicitar cuáles son los presupuestos del análisis que se desarrollará a continuación, relativo al régimen de los contratos de tenencia y transfer de las acciones anotadas en cuenta. A continuación se presentará con más detalle la aplicación del Reglamento Roma I en relación con los contratos transfronterizos de compraventa de acciones. En primer lugar, se analizan los supuestos en los que las partes hayan elegido ley aplicable a la relación contractual, las condiciones de su validez y las limitaciones de la autonomía de la voluntad. Se examinan, en segundo lugar, los casos en los que, o bien, la elección presenta algún vicio, o bien, las partes no han determinado la ley que regula el contrato. Atención especial se prestará a los contratos de compraventa de valores en los que el inversor es una persona física. El Reglamento Roma I contiene normas especiales que determinan la ley aplicable a los contratos celebrados con consumidores.

⁷²⁸ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El reglamento “Roma I”..., *cit.*, p. 19

2. LA AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD

La autonomía de la voluntad es el principio general que rige las relaciones en el ámbito mercantil. De acuerdo con él las partes pueden elegir tanto las condiciones de su relación contractual, como la ley aplicable al contrato. En el primer caso, hablamos de “autonomía material”, mientras que en el segundo, de “autonomía conflictual”⁷²⁹. En las relaciones mercantiles contemporáneas la autonomía de la voluntad representa un principio universal reconocido tanto por el legislador, como por la *praxis*⁷³⁰. La libertad de las partes de elegir la ley aplicable a las relaciones que surgen en el tráfico internacional mercantil se regula en la mayoría de los ordenamientos nacionales y en diferentes normas de conflicto comunitarias y convencionales. En la Unión Europea la norma que promueve la libertad de elección de las partes de elegir la ley aplicable a la relación contractual es el art. 3 del Reglamento Roma I. El art. 10.5 Código Civil español establece que “se aplica a las relaciones contractuales la ley a la que las partes se hayan sometido expresamente”. En Estados Unidos tal principio se establece en el art. 1-105 *Uniform Commercial Code* y se analiza en *Restatement (Second)* Sección 187⁷³¹. Este principio, con las particularidades

⁷²⁹ FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos, SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado*, cit., p. 488

⁷³⁰ ÁVILA DE LA TORRE, Alfredo, *Lecciones de derecho...*, cit., pp. 38-40; BOSCHIERO, Nerina, “Verso il rinnovamento...”, cit., p. 342; BOUZA VIDAL, Nuria, “Aspectos actuales de la autonomía de la voluntad...”, cit., pp. 32-91; CALVO CARAVACA, Alfonso-Luis, CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier, “El Convenio de Roma...”, cit., pp. 70-86; CASTELLANO Ruiz, Esperanza, *Autonomía de la voluntad...*, cit.; GRUNDMAN, Stefan/KERBER, Wolfgang/WEATHERILL, Stephen, *Party autonomy and the role of information in the internal market*, de ruyter, 2001; HEISS, Helmut, “Party Autonomy”, en Ferrari, Franco/ Leible, Stefan, *Rome I Regulation: The Law Applicable to Contractual Obligations in Europe*, Seller, 2009, pp. 1-16; HILL, Jonathan, “Choice of law in contract under the Rome Convention: the approach of the UK courts”, *ICLQ*, volume 53, 2004, pp. 325-350; KASSIS, Antoine, *Le Nouveau droit européen des contrats internationaux*, Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1993, pp. 187-226; NORTH, Peter Machin, *Contract conflicts. The E.E.C. Convention on the law applicable to contractual obligations: A comparative study*, Amsterdam, 1982; PARRA RODRIGUEZ, Carmen, *El Nuevo Derecho Internacional de los contratos*, Bosch, 2001, pp. 227-266; PLENDER, Richard, *The european contracts convention...*, cit., pp. 87-102; RÜHL Giesela, “Party autonomy in the private international law of contracts: transatlantic convergence and economic efficiency”, CLPE Research Paper 4/2007 Vol. 03 No. 01 (2007), p. 8; SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, “La elección de la Ley aplicable a las obligaciones en el comercio internacional”, *RDBB*, nº 14, Nº 59, 1995, pp. 703-720

⁷³¹ Ambos textos no son normas jurídicas, sino que tienen carácter dispositivo y no vinculante. ALCARAZ VARÓ, Enrique/ CAMPOS PARDILLO, Miguel Ángel/ MIQUÉLEZ, Cynthia, *El Inglés jurídico norteamericano*, 2ed., Ariel, 2002, pp. 47-48. En la monografía los autores presentan el sistema

correspondientes, se establece, asimismo, en el ordenamiento de de China⁷³². El art. 126 del Derecho contractual de Republica Popular de China prevé que las “partes de un contrato que tiene como objeto inversiones extranjeras, pueden elegir la ley aplicable a la resolución de su disputa contractual, salvo disposición de lo contrario prevista en

legislativo norteamericano que se constituye de leyes estatales aprobadas por las asambleas de cada estado, por reglamentos y por resoluciones adoptadas por las agencias administrativas estatales que presentan un relevante nivel de uniformidad. Tal homogeneidad se consigue gracias a las propuestas de leyes estatales uniformes que elabora *The National Conference of Commissioners on Uniform State Law* (Conferencia Nacional de Comisarios para la Unificación de la Legislación Estatal). La conferencia, fundada en 1892, está formada por jueces, abogados, profesores de derecho y legisladores cuya labor es determinar los principios legislativos en todas las materias. Con este fin los miembros de la Conferencia examinan la legislación de todos y cada uno de los estados y presentan propuestas de leyes sobre temas que deben ser reguladas de manera uniforme en todo el territorio de EE.UU. Una vez adoptado el proyecto, ejercen presión para que éste sea adoptado en el ordenamiento de cada estado con menores modificaciones posibles. Uno de los proyectos de la Conferencia es el *Uniform Commercial Code*. El UCC es ley modelo que no surte efecto en los estados que no la haya adoptado. El art. 1-301 se adopta en 2001 y sustituye el art. 1-105 pero sigue sin estar adoptado por todos los Estados. La norma, sin embargo, está adoptada hasta la fecha por 36 estados. La disposición prevé en la letra c).2 que “*except as otherwise provided in this section: an agreement by parties to an international transaction that any or all of their rights and obligations are to be determined by the law of this State or of another State or country is effective, whether or not the transaction bears a relation to the State or country designated*”. Para un análisis más detallado y una presentación más completa de la legislación norteamericana en este tema: GRAVES, Jack M., “Party Autonomy in Choice of Commercial Law: The Failure of Revised U.C.C. § 1-301 and a Proposal for Broader Reform” *SHLR*, 2005, Vol. 36, pp. 59-123; RIBSTEIN, Larry E., “From Efficiency to Politics in Contractual Choice of Law”, *University of Illinois College of Law, Georgia Law Review*. Información detallada sobre *The National Conference of Commissioners on Uniform State Law* se puede encontrar en la página web de la organización: http://www.nccusl.org/Update/Home_desktopdefault.aspx El *Restatement (Second.)* de igual forma que el resto de los *Restatements*, tampoco es una norma jurídica, sino una recopilación de directrices adoptados por la *American Law Institute*. El Instituto se constituye en 1923 por un grupo de jueces, abogados y profesores de derecho con el objetivo de elaborar informes sobre los proyectos de leyes. Los Comités analizan la normativa y presentan su opinión experta que tiene como objetivo unificar los criterios de interpretación y aplicación de las normas jurídicas. Las directrices que el ALI elabora (*Restatements*) no tienen carácter vinculante, no son normas jurídicas, sino pautas doctrinales que establecen criterios uniformes para la administración de la justicia. Han sido elaborados *Restatements* en las principales materias: *Restatement of the Law Third, Agency, Restatements of the Law Second, Conflict of Laws, Restatement of the Law Second, Contracts, Restatement Third, Employment Law, Restatement of the Law Third, Foreign Relations Law of the United States, Restatement of the Law Second, Judgments, Restatement of the Law Third, The Law Governing Lawyers, Restatement of the Law Second, Property (Landlord and Tenant), Restatement of the Law Second, Property (Donative Transfers), Restatement of the Law Third, Property (Wills and Other Donative Transfers), Restatement of the Law Third, Property (Mortgages), Restatement of the Law Third, Property (Servitudes), Restatements of the Law – Property, Restatements of the Law – Security, Restatements of the Law - Restitution and Unjust Enrichment, Restatements of the Law - Torts - Liability for Physical and Emotional Harm Restatements of the Law - Torts - Torts: Apportionment of Liability, Restatement of the Law Second, Torts, Restatement of the Law Third, Unfair Competition*. Para más información sobre el labor del ALI: <http://www.ali.org/index.cfm?fuseaction=home.main>

⁷³² ARMFELT, Andrew, “Foreign Economic Contract Law of the People'S Republic of China”, *ICLQ*, Volume 36, Issue 01, Jan 1987, pp 151-156; GUOJIAN, Xu, “Contract in Chinese Private International Law”, *ICLQ*, Vol. 38, No. 3 (Jul., 1989), pp. 648-653; LI, Dong-lai, “The Foreign Economic Contract Law of China: Case and Analysis”, No 7, William Davidson Institute at the University of Michigan

ley”⁷³³. La formula se encuentra en varias normas convencionales: en el art. 8 del Convenio europeo sobre arbitraje comercial internacional, en el art. 5 del Convenio sobre la ley aplicable a los contratos de agencia y a la representación, en el art. 6 del Convenio relativo a la Ley Aplicable al Trust y a su Reconocimiento, etc.⁷³⁴.

En los contratos de adquisición de instrumentos financieros, en el sentido amplio y en sentido estricto, es práctica común prever las normas jurídicas que regulen la relación entre el inversor y el vendedor, el intermediario financiero y la entidad emisora. Por lo tanto, respetando la perspectiva española el juez nacional debe acudir a las normas del Reglamento Roma I para resolver la controversia entre las partes de un contrato de compraventa de valores. El art. 3 le obliga a tomar en consideración la elección de las partes de ley aplicable siempre y cuando tal designación respete las condiciones de forma previstas en el texto comunitario. La norma permite como condición de validez de la elección tanto la forma expresa, a través de una cláusula, como la tácita, siempre que la decisión de las partes se desprenda de manera clara de los términos del contrato o de las circunstancias del caso. El precepto relativo a la forma de la elección ha sido objeto de discusión durante las negociaciones para la elaboración del Reglamento. En la Propuesta de la Comisión se planteaba considerar la cláusula de elección del tribunal competente como presunción de una

⁷³³ Contract Law of the People's Republic of China (Derecho contractual de Republica Popular de China), adoptado durante la segunda sesión del Noveno Congreso nacional del 15 de marzo de 1999. (Ninth National People's Congress) El texto entra en vigor el 1 de enero de 2000. YUQING, Zhang – DANHAN, Huang, “The New Contract Law in the People's Republic of China and the UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts: A Brief Comparison”, <http://www.unidroit.org/>. El art. 126 dispone que “the parties to a contract involving foreign interests may choose the law applicable to the settlement of their contract disputes, except as otherwise stipulated by law. If the parties to a contract involving foreign interests have not made a choice, the law of the country to which the contract is most closely connected shall be applied. The contracts for Chinese-foreign equity joint ventures, for Chinese-foreign contractual joint ventures and for Chinese-foreign cooperative exploration and development of natural resources to be performed within the territory of the People's Republic of China shall apply the laws of the People's Republic of China shall apply the laws of the People's Republic of China.”

⁷³⁴ Convenio europeo sobre arbitraje comercial internacional, hecho en Ginebra el 21 de abril de 1961, *BOE* núm. 238/1975, de 4 de octubre de 1975; Convenio sobre la ley aplicable a los contratos de agencia y a la representación, hecho en La Haya el 14 de marzo de 1978 (no ratificado por España); Convenio sobre la Ley Aplicable a la Venta Internacional de Mercancías, hecho en La Haya el 15 de junio de 1955 (no ratificado por España); Convenio sobre la Ley Aplicable a los Contratos de Venta Internacional de Mercancías hecho en La Haya el 22 de diciembre de 1986 (no ratificado por España)

elección de ley aplicable. La propuesta no se aceptó por una razón de seguridad jurídica: si las partes hubieran querido elegir la ley del foro, lo habrían hecho de manera expresa o a través de indicaciones en el texto del contrato que dejarían clara su voluntad de someter la controversia a la ley del Estado del foro⁷³⁵. Los contratos de compraventa de valores son negocios altamente especulativos y en ocasiones implican la inversión de sumas considerables de dinero. Los riesgos financieros y jurídicos que las partes asumen son suficientemente importantes como para añadir la inseguridad jurídica que la propuesta de la Comisión implicaría. La inclusión de un criterio cuya objetividad queda por probar, por otro lado, es contraria a los objetivos de la normativa en cuestión: la armonización de las normas de conflicto de leyes con el fin de garantizar el correcto funcionamiento del mercado común y de esta forma construir un espacio de libertad, seguridad y justicia⁷³⁶. Además, si las partes no han hecho elección alguna o ésta se haya visto comprometida por vicios de forma o de fondo, el texto comunitario prevé mecanismos adicionales que permiten determinar la ley aplicable a la relación contractual, aplicando criterios objetivos que guardan relación directa con las circunstancias de la relación contractual. Por estas razones, es acertada la exclusión de la presunción de elección tácita como criterio para determinar la ley aplicable a la compraventa de valores del texto final⁷³⁷. Sin embargo, el legislador comunitario no ha eliminado por completo tal posibilidad. En el Considerando 12 del Reglamento Roma I se permite al tribunal de un Estado Miembro tomar en consideración el acuerdo que le atribuye

⁷³⁵ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El reglamento “Roma I”...”, *cit.*, p. 5; LEIBLE, Stefan, “El alcance de la autonomía de la voluntad en la determinación de la ley aplicable a las obligaciones contractuales en el reglamento “Roma II””, *AEDIPR*, pp. 219-239, p. 231. El autor defiende la propuesta de la Comisión y considera que la elección expresa de tribunal es un indicio que las partes han elegido la ley aplicable.

⁷³⁶ En el Considerando 6 Reglamento Roma I el legislador comunitario subraya que “El correcto funcionamiento del mercado interior exige, con el fin de favorecer la previsibilidad del resultado de los litigios, la seguridad jurídica y la libre circulación de resoluciones judiciales, que las normas de conflicto de leyes vigentes en los Estados miembros designen la misma ley nacional con independencia del país del tribunal ante el que se haya planteado el litigio”.

⁷³⁷ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El reglamento “Roma I”...”, *cit.*, p. 5

competencia a la hora de determinar si la elección de ley haya quedado claramente puesta de manifiesto.

El Reglamento en su art. 3.1.3 prevé la posibilidad de *depeçage* permite al inversor y al vendedor de las acciones elegir normas jurídicas diferentes para los distintas partes del contrato⁷³⁸. Asimismo, se establece la libertad de los partícipes de cambiar la ley aplicable en cualquier momento de la relación contractual, sin que esto perjudique los derechos de terceros interesados. Por otro lado, la normativa que las partes en un contrato de compraventa de acciones eligen puede o no guardar vinculación alguna con las circunstancias de la relación mercantil. Para la elección de una ley determinada ni el inversor, ni su contratante tienen la obligación de probar una conexión particular con el ordenamiento jurídico al que someten el contrato.

El texto comunitario no excluye, sin embargo, que la elección tenga por objeto una norma jurídica no estatal como los principios UNIDROIT o la *lex mercatoria*. La Propuesta inicial permitía una elección así pero siempre que éstas eran leyes no estatales “reconocidas a escala internacional”. Lamentablemente, la iniciativa no tuvo el apoyo suficiente y se quedó tan sólo como un criterio de interpretación previsto en el Considerando 13 RRI en el que se establece que “el presente Reglamento no impide a las partes incorporar por referencia a su contrato un Derecho no estatal o un convenio internacional”. Se ha de reconocer, sin embargo, que la posibilidad de escoger unas normas que regulan el contrato elaboradas por organizaciones o instituciones no estatales no aumenta innecesariamente la inseguridad jurídica. La referencia a disposiciones distintas del ordenamiento jurídico de un Estado no tiene porque dificultar la labor de los jueces. Las disposiciones adoptadas por organizaciones internacionales son normas elaboradas por expertos en los temas tratados que conocen con detalle la problemática tratada. Los textos adoptados ofrecen soluciones que satisfacen tanto al sector afectado, como los intereses políticos. En este

⁷³⁸ CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier, “Elección múltiple y elección parcial de la ley aplicable al contrato internacional”, Facultad de Derecho. Universidad de Murcia. N°18, 2000, pp. 7-40

contexto, ejemplo perfecto es la Propuesta de Convención de normas materiales armonizadas relativas a valores depositados en un intermediario⁷³⁹.

En este aspecto, es necesario, sin embargo, hacer una aclaración. El Reglamento Roma I obliga a los contratantes elegir siempre una ley estatal. Pero ¿qué pasaría si tal ley estatal hace referencia directa a disposiciones no estatales, como UNIDROIT o la *lex mercatoria*? ¿Deberá el tribunal, una vez probada la ley extranjera, aplicar los preceptos no estatales? Es cierto que la incorporación por referencia de reglas de este tipo depende siempre de su reconocimiento por el Derecho que las partes hayan elegido o que resulta aplicable al contrato. La alusión a las costumbres mercantiles en el ámbito financiero o a las directrices desarrolladas por organizaciones privadas como IOSCO o UNIDROIT que tienen como objetivo unificar las normas de conducta y los procedimientos relativos a las transacciones de valores en los mercados internacionales es una práctica común en este tipo de negocios. El Reglamento Roma I de igual forma que el Convenio de Roma de 1980 explícitamente excluye el reenvío. El art. 20 de manera expresa establece que por ley aplicable a la relación contractual se entienden las normas jurídicas materiales que están en vigor en este país, quedando excluidas las normas del Derecho internacional privado. Consecuentemente, el tribunal español que tiene competencia para resolver la controversia entre las partes de un contrato de compraventa de acciones debe aplicar, una vez probada la ley extranjera, las normas materiales de esta ley, independientemente de si éstas hacen referencia a disposiciones de una ley no estatal.

⁷³⁹ DESCHAMPS, M., "Les sûretés sur des tiges...", *cit.*, pp. 189- 224; EINSELE, Dorothee, "Modernising German Law...", *cit.*, pp. 251- 271; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Direct and indirect holding...", GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "The UNIDROIT Project on Intermediated Securities...", *cit.*; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J./ Gómez-Sancha Trueba, Ignacio, "Los trabajos de UNIDROIT...", *cit.*, pp. 1233-1246; LOEBER, K.M., "The Changing Legal Landscape...", *cit.*, pp. 155- 188; KANDA, Hideki, "Legal Rules on Indirectly Held...", *cit.*, pp. 271; KRONKE, Herbert, "The Draft Unidroit...", *cit.*, pp. 619-643; PEACH, Philipp, "Harmonising substantive rules...", *cit.*, pp. 1140- 1161; PEACH, Philipp, "Explanatory Notes...", *cit.*, pp. 36-114; THAN, Jurgen., "The Preliminary Draft Unidroit Convention...", *cit.*, pp. 263- 285

La libertad de las partes de elegir la normativa que rija su relación contractual no es, sin embargo, absoluta. El principio tiene numerosas excepciones y limitaciones algunas de las cuales tienen carácter general y otras están relacionadas directamente con el objeto especial del contrato. El tribunal español tiene que respetar la voluntad de las partes siempre y cuando la ley elegida no prevea soluciones que vulneren el orden público español, ni tampoco resulten contrarias a disposiciones imperativas del ordenamiento interno. La cláusula de elección de ley aplicable puede declararse nula si de las circunstancias de la relación contractual se desprende que son de aplicación las normas imperativas del foro y de otro ordenamiento jurídico. La elección quedará anulada, incluso, en los casos en los que las partes hayan actuado de forma fraudulenta, han elegido una determinada ley con el fin de evitar la aplicación de la ley del foro o la de otro Estado.

Imponen restricciones, asimismo, las normas especiales de protección de los consumidores que, en su mayoría tienen carácter imperativo. La cláusula de elección es nula cuando resulta abusiva, o, es claramente injusta para una de las partes. El abuso se produce en el momento en el que el contratante que tiene un poder económico superior, impone sus condiciones y obliga a la parte más débil a aceptarlas. Normalmente estas situaciones se producen en contratos celebrados con consumidores que contienen cláusulas generales. En el ámbito de las transacciones de valores los contratos entre un *broker*, banco o empresa de servicios de inversión, y una persona física que quiere invertir sus ahorros en acciones, las cláusulas generales son algo habitual. Si el profesional no permite que el cliente negocie las condiciones del contrato, la cláusula de elección de ley aplicable será declarada nula⁷⁴⁰.

La última excepción viene impuesta por el carácter especial de las transacciones de valores. Se trata de las operaciones que se realizan en

⁷⁴⁰ Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, DO L 95 de 21.4.1993, p. 29/34, Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias. *BOE* núm. 287, Viernes 30 noviembre 2007, pp. 49181-49215

los mercados regulados y de la adquisición de acciones que permite al inversor hacerse con el control de la sociedad. La compra de acciones en un mercado secundario obedece a las normas que regulan dicho mercado. Sin embargo, si el inversor quiere adquirir el control de la compañía a través de la compra de acciones, debe respetar la normativa nacional y presentar una oferta pública de adquisición que se desarrolla de acuerdo con la normativa del país en el que se comercializan los valores objeto de la oferta. El régimen en España de las ofertas públicas de adquisición está previsto en el Capítulo V del Título IV de la Ley de Mercado de Valores. El art. 60 de dicha ley establece la obligación de toda persona que mediante la adquisición de acciones que confieren, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad y así alcance el control de la sociedad cotizada, a presentar una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones.

3. LEY APLICABLE A FALTA DE ELECCIÓN (VÁLIDA)

En el caso en el que las partes no hayan elegido ley aplicable al contrato de compraventa de acciones o la cláusula haya sido declarada nula (o inaplicable), el órgano judicial competente debe aplicar las normas subsidiarias de Derecho internacional privado para determinar la ley aplicable. En cada normativa se prevén criterios específicos que los tribunales emplean para determinar la ley que rige la relación contractual. Puesto que el presente trabajo se realiza desde la perspectiva del Derecho español, las normas de Derecho internacional privado que determinan la ley aplicable a las relaciones contractuales se establecen en el Reglamento Roma I. Consecuentemente, el tribunal español ha de acudir al art. 4 Reglamento 593/2008 que establece los criterios para determinar la ley aplicable en defecto de elección.

La estructura del artículo 4 se diferencia sustancialmente de la de su homólogo en el Convenio de Roma⁷⁴¹. En el texto comunitario el principio de proximidad pasa a ser de regla de base a “cláusula de cierre”⁷⁴². El apartado 4 de dicha norma establece como último criterio que “cuando la ley aplicable no pueda determinarse con arreglo a los apartados 1 o 2, el contrato se regirá por la ley del país con el que presente los vínculos más estrechos”. La nueva versión prevista en el Reglamento Roma I parte de ocho preceptos concretos en los que los criterios de determinar la ley aplicable se emplean en función del tipo del contrato, el objeto o las circunstancias⁷⁴³. Así, quedan cubiertos los contratos de compraventa de mercancías, los contratos de prestación de servicios, los contratos que tienen por objeto un derecho real, los contratos de franquicia, los contratos de distribución, la venta de bienes a través de subasta y, por último, las transacciones de valores en los mercados regulados de un país. Cuando la relación contractual no se ajusta a ninguna de las así enumerados o contiene elementos de varias de éstas, el contrato se regirá por la ley de país donde tenga su residencia habitual la parte que deba realizar la prestación característica.

En el ámbito de las transacciones de valores la aplicación de las normas especiales del art. 4.1 RRI depende de las circunstancias en las que se realiza la adquisición⁷⁴⁴. Si el inversor contrata los servicios de un intermediario para adquirir acciones de una compañía que no cotiza en bolsa, el órgano judicial español aplicará la ley de Estado en el que el prestador de servicios tenga su residencia habitual. Puesto que el Reglamento 593/2008 tiene carácter universal, esto significa que si el intermediario tiene su administración central en Nueva York, el tribunal español deba aplicar el Derecho de este Estado. El art. 4.1 RRI hace

⁷⁴¹ FERRARI, Franco, “Quelques remarques sur le droit applicable aux obligations contractuelles en l’absence de choix des parties – Art. 4 du Règlement Rome I”, *RCDI*, 2009, vol. 1, pp. 459-482

⁷⁴² GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El reglamento “Roma I”...”, *cit.*, p. 8

⁷⁴³ MAGNUS, Ulrich, “Article 4 Rome I Regulation. The applicable law in absence of choice” en FERRARI, Franco/ LEIBLE, Stefan, *Rome I Regulation: The Law Applicable to Contractual Obligations in Europe*, Seller, 2009, pp. 27-50

⁷⁴⁴ LEHMAN, Matthias, “Financial instruments” en FERRARI, Franco/ LEIBLE, Stefan, *Rome I Regulation: The Law Applicable to Contractual Obligations in Europe*, Seller, 2009, pp. 85-98

referencia a la relación directa entre las partes de un contrato. No especifica si el prestador de los servicios es la empresa matriz o una sucursal de ésta. Para determinar la ley aplicable al contrato de prestación de servicios es importante saber quien es el contratante directo. Por lo tanto, independientemente del carácter del prestador de servicio, establecimiento principal o secundario, la ley aplicable será la ley del lugar en el que el contratante directo tenga su residencia habitual. Así que, en el caso en el que el inversor celebre un contrato a través de la sucursal, agencia u otro establecimiento de la compañía de servicios financieros, la ley aplicable será la ley del país en el que se encuentra la residencia habitual de la sucursal.

El texto comunitario establece en el apartado 1, letra h) una norma especial para los contratos celebrados en los mercados financieros organizados⁷⁴⁵. Las transacciones realizadas en los mercados regulados presentan una especial complejidad que se debe al conjunto de los elementos que constituyen las operaciones bursátiles. Son operaciones que presentan un alto nivel de riesgo financiero y legal. Por otro lado, el desarrollo de las tecnologías elimina las fronteras geográficas y permite a los inversores efectuar las transacciones desde cualquier lugar del mundo. El cuadro se complica por las diferencias que pueden haber entre las normativas nacionales que regulen la tenencia de los valores negociables: entre el sistema directo y el sistema indirecto de posesión. En las transacciones bursátiles internacionales hay, por lo tanto, un solo punto de conexión que se mantiene estable: el mercado en el que se realizan. El mercado es el lugar de encuentro en el que las partes implicadas, independientemente de la nacionalidad que tengan o del lugar en el que residen, celebran el contrato de adquisición de valores. La existencia de un punto estable convierte el mercado financiero en la constante necesaria que proporciona la suficiente seguridad jurídica como para conferir a la ley que rige dicho mercado bursátil el poder de regular las relaciones contractuales que se celebran en él. Es decir, los contratos de adquisición de acciones realizados en

⁷⁴⁵ LEHMAN, Matthias, "Financial instruments", *cit.*, pp. 88-95

un mercado bursátil se rigen por la ley que regula dicho mercado. De esta forma una única ley determina tanto los aspectos públicos, como los aspectos privados de las operaciones. Es decir, la normativa que regula la organización del mercado financiero y establece las condiciones de acceso a éste es la que determina la relación contractual entre las partes implicadas.

La complejidad de las transacciones internacionales en las que intervienen varios intermediarios, los riesgos que implican estas operaciones y la importancia que tienen para la estabilidad de la economía han obligado a las instituciones comunitarias a incluir una norma de conflicto específica que determine la ley aplicable a este tipo de contratos. La aplicación de una sola ley que regule todas las relaciones contractuales que se celebran en los mercados financieros regulados aporta la seguridad jurídica necesaria que garantiza el correcto funcionamiento del sistema y protege los intereses de todos los participantes en las transacciones bursátiles. La regla cubre tanto los mercados financieros de un Estado Miembro, como los situados en Estados no miembros.

Las disposiciones sobre contratos que tienen como objeto instrumentos financieros no se encontraban en la propuesta inicial⁷⁴⁶. La iniciativa de establecer normas especiales que determinan la ley aplicable a las transacciones que tienen como objeto, entre otros, las participaciones societarias vino de la delegación española. En el texto originario que se incluyó en la Propuesta de la Presidencia al Comité de Derecho Civil (Roma I) el art. 4 establecía en el apartado j) que “las transacciones bursátiles, los contratos celebrados en ferias y las ventas en subastas se regirán por la ley del país donde esté sita la bolsa, se celebre la feria o tenga lugar la subasta”⁷⁴⁷. En la Propuesta del Comité del Derecho Civil del 12 de diciembre de 2006, sin embargo, la

⁷⁴⁶ Comisión europea, COM (2005) 650 final, 2005/0261 (COD), Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I) (presentada por la Comisión). <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0650:FIN:ES:PDF>

⁷⁴⁷ Consejo de la Unión Europea, Bruselas, 12 de octubre de 2006 (25.10), Número de documento: 13853/06, Expediente interinstitucional: 2005/0261 (COD), <http://register.consilium.europa.eu/pdf/es/06/st13/st13853.es06.pdf>

disposición presentaba un formato mucho más reducido. La letra j) del art. 4.1 de la Propuesta establecía que el “el contrato celebrado en un mercado financiero (...) y el contrato de venta por subasta se registrarán por la ley aplicable al mercado financiero (...) o por la ley del país donde tenga lugar la subasta”. Esta redacción tampoco se aceptó por razones de materia. La norma determinaba la ley aplicable por un lado, de las subastas y por otro, de las operaciones realizadas en los mercados regulados. Son contratos sustancialmente distintos lo que los convierte en merecedores de una regulación individual. El texto final de la norma en cuestión tiene una redacción completamente distinta de la inicial. El legislador ha optado por una estructura más compleja, remitiendo a la normativa comunitaria. El apartado h) dispone que “el contrato celebrado en un sistema multilateral que reúna o permita reunir, según normas no discrecionales y regidas por una única ley, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros, tal como estipula el artículo 4, apartado 1, punto 17, de la Directiva 2004/39/CE, se registrará por dicha ley”. Lo que llama enseguida la atención es que en el texto no se emplea el término “mercados financiero” sino la definición de sus principales características que se prevé en la dicha Directiva⁷⁴⁸. La definición que contiene el art. 4.1 RRI hace referencia tanto a los mercados regulados (art. 4, punto 14 de la Directiva), como a los sistemas de negociación multilateral (art. 4, punto 15 Directiva). La norma en cuestión se debe interpretar, tomando en consideración la disposición del Considerando 18 RRI en el que el legislador establece que por sistemas multilaterales han de entenderse aquellos en los que se realizan negociaciones independientemente de que se basen o no en una contraparte central. Consecuentemente, el Reglamento Roma I cubre todos los contratos de compraventa de instrumentos financieros celebrados en un sistema multilateral. Puesto que el Reglamento tiene ámbito de aplicación

⁷⁴⁸ Tal decisión se debe al hecho de que el término “mercados financieros” se emplea, asimismo, en el art. 9 del Reglamento (CE) n° 1346/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000, sobre procedimientos de insolvencia, *DO L* 160 de 30.6.2000, p. 1/18. Por esta razón y con el fin de evitar posibles confusiones o interpretaciones contrarias a las intenciones del legislador comunitario en el RRI se incluye la definición de los elementos esenciales de del término.

universal, se aplicará a todos los contratos independientemente del mercado financiero en el que han sido celebrados, comunitario o extracomunitario.

En cuanto al término “instrumentos financieros” para evitar los posibles problemas de interpretación la letra h) remite al artículo 4, apartado 1, punto 17 de la Directiva 2004/39/CE. El texto comunitario no ofrece una definición sino que establece una lista en la que se enumeran las figuras en cuestión. A este respecto, los instrumentos financieros son los valores negociables, los instrumentos de los mercados monetarios, participaciones de organismos de inversión colectiva, contratos de opciones, futuros, permutas ("*swaps*"), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo, etc. Por lo tanto, sea cual fuera el instrumento financiero que es objeto de compraventa internacional en los mercados regulados, el tribunal español, competente a resolver la controversia, debe aplicar la ley del Estado, comunitario o extracomunitario, que rige este mercado.

En este aspecto, es imprescindible identificar la ley aplicable a dichos contratos⁷⁴⁹. El mercado financiero en el cual se celebran los contratos de compraventa de participaciones societarias es el punto de conexión entre el comprador y el vendedor. La letra h) del art. 4 cubre exclusivamente los contratos celebrados en dichos mercados. Consecuentemente, a las transacciones realizadas en un mercado reconocido por la normativa interna de un Estado como mercado regulado o como un sistema de negociación multilateral se aplica la ley que rige este mercado. Para concretar, todas las operaciones de compraventa de acciones que se efectúan en los sistemas multilaterales a los que el legislador español ha reconocido como mercados financieros se regirán por la normativa española. El art. 36.4 Directiva

⁷⁴⁹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “New issues in the Rome I Regulation...”, *cit.*, p. 3; KRONKE, H., “Capital markets...”, *cit.*, pp. 300-301

2004/39/CE establece que las negociaciones realizadas en el marco de los sistemas del mercado regulado se regirán por el Derecho público del Estado Miembro de origen del mercado regulado. Consecuentemente, la ley que regula los mercados financieros situados en su territorio determinará tanto los aspectos públicos, como los aspectos privados de las operaciones que se realizan⁷⁵⁰. Es decir, una misma normativa establece, por un lado, y de forma imperativa las condiciones de constitución de un mercado bursátil, su organización y estructura, las autoridades de supervisión, las condiciones de acceso y las normas de conducta. Por otro lado, de acuerdo con el art. 4.1.h) RRI esta misma ley es la que regirá los contratos de compraventa celebrados en el correspondiente mercado bursátil.

La norma comunitaria cubre todos los tipos de contratos que se celebran en los mercados regulados. En este sentido el Reglamento determina la ley aplicable no sólo a las operaciones de compra o venta de valores negociables, sino también, a los contratos de prenda sobre las participaciones societarias, el *lending*, etc. Asimismo, la norma se aplica a todas las operaciones bursátiles independientemente de si el intermediario actúa por cuenta ajena o por cuenta propia⁷⁵¹.

Fuera del ámbito de aplicación del art. 4.1.h) RRI quedan dos tipos de contratos: los contratos de servicios financieros y los contratos relacionados con los sistemas de pagos y de liquidación de valores. Los primeros quedan cubiertos por la letra b) del art. 4. En cuanto a los segundos, a este tipo de contratos se aplican las normas generales- el art. 3 y el art. 4.2 RRI. Además, en relación con los pactos relativos a la liquidación y compensación de valores, se ha de tomar en consideración la Directiva 1998/26/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. Dicha normativa define en su art. 2 el término “sistema” como todo “acuerdo formal entre tres o más participantes,... regido por el Derecho de un Estado Miembro a elección

⁷⁵⁰ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “New issues in the Rome I Regulation...”, *cit.*, p. 3

⁷⁵¹ *Idem.*, p. 4

de los participantes; no obstante, estos últimos sólo podrán optar a regirse por el Derecho de un Estado Miembro en el que al menos uno de ellos tenga su administración central...”⁷⁵². La primacía de la Directiva se determina de forma expresa en el Considerando 18 RRI en el que el legislador establece que la aplicación de las normas del Reglamento no ha de perjudicar el funcionamiento de un acuerdo formal concebido como un sistema en virtud del artículo 2, letra a), de la Directiva 98/26/CE⁷⁵³.

El tercer supuesto de compraventa de valores no está cubierto por ninguna de las normas especiales del art. 4.1 RRI. Se trata de la compraventa directa de acciones de la sociedad emisora o de la persona cuyo nombre figura en los registros de la sociedad como accionista, sea persona física o jurídica, a un inversor. La letra a) del art. 4.1 regula el contrato de compraventa, pero de mercancías. Los valores negociables están expresamente excluidos del ámbito de aplicación del Convenio de Viena. Las participaciones societarias no son mercancías, sino conjunto de derechos y obligaciones que la adquisición de éstas confiere al titular legítimo. Por lo tanto, el tribunal español no puede acudir a la disposición del apartado 1, sino que ha de aplicar la norma general prevista en el apartado 2. El precepto le obliga aplicar la ley del Estado en el que se sitúa la residencia habitual de la parte que ha de realizar la prestación característica. El RRI sigue la línea del Convenio de Roma de 1980 y emplea el mismo término sin determinar qué se entiende por “prestación característica”. La respuesta tampoco se encuentra en la jurisprudencia del TJCE, sino que la ofrece la doctrina⁷⁵⁴. La prestación

⁷⁵² 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, *DO* n° L 166 de 11/06/1998 p. 45-50

⁷⁵³ La Directiva 98/26/CE se transpone en el ordenamiento español por la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, *BOE* de 13 de noviembre de 1999

⁷⁵⁴ DE MIGUEL ASENSIO, Pedro, “Ley aplicable en defecto de elección a los contratos internacionales: el artículo 4 del Convenio de Roma de 1980”, *La Ley*, (Comunidades Europeas), año XVI, número 95, 4 de abril de 1995, pp. 1-7; VIRGÓS SORIANO, Miguel, “La ley aplicable...”, *cit.*, pp. 5289-5312; VIRGÓS SORIANO, Miguel, “La interpretación del Convenio...”, *cit.*, pp. 83-94; VIRGÓS SORIANO, Miguel, “El Convenio de Roma de 19...”, *cit.*, pp. 753-825; VISCHER, Frank, “The Concept of the Characteristic Performance Reviewed”, en *E pluribus unum: liber amicorum Georges A.L. Droz : on the progressive*

característica es el elemento distintivo que define la naturaleza del contrato. Se determina no por las circunstancias que acompañan la relación contractual, sino por el tipo del contrato⁷⁵⁵. En los contratos unilaterales en los que sólo una de las partes tiene obligación contractual es fácil determinar la prestación característica. Problemas sustanciales tampoco plantean los contratos bilaterales en los que la prestación de una de las partes consiste en el pago de una cantidad estipulada. La transacción dineraria es un elemento neutro, típico de muchos contratos. Por lo tanto, es la prestación material la que caracteriza el contrato⁷⁵⁶.

El contrato de compraventa de acciones celebrado fuera de un mercado regulado es un típico contrato bilateral en el cual una de las partes se compromete a pagar una suma estipulada previamente para la adquisición de un determinado bien. Consecuentemente, si las partes no han elegido una ley que rija el contrato o la elección haya sido declarada nula o inaplicable, el órgano judicial competente ha de aplicar la norma del art. 4.2. RRI. La obligación del inversor es pagar el precio pactado, así que, si es él quien no ha cumplido su parte del contrato, ha pagado solo una parte o no ha hecho transferencia alguna, el tribunal debe aplicar las normas materiales del Estado en el que se encuentra la residencia habitual del inversor. Si, por otro lado, el vendedor es el que no ha cumplido su obligación contractual, no ha realizado o no ha solicitado la inscripción de la transacción en el registro correspondiente, entonces el órgano jurisdiccional español para determinar su responsabilidad debe aplicar el Derecho del Estado en el que se halla la residencia habitual del vendedor que éste haya tenido en el momento de la celebración del contrato.

En caso de compraventa realizada fuera de un mercado regulado, el carácter del vendedor no tiene importancia. El punto de conexión puede variar, pero no depende de si el inversor adquiere las acciones del

unification of private international law, editores: BORRÁS RODRIGUEZ, Alegría/ LÉOPOLD DROZ, Georges André 1996

⁷⁵⁵ VIRGÓS SORIANO, Miguel, “La ley aplicable...”, p. 5303; VIRGÓS SORIANO, Miguel, “El Convenio de Roma...”, p. 783

⁷⁵⁶ *Idem*

establecimiento principal o secundario del vendedor. Es decir, el criterio es siempre la residencia habitual de la parte que debe cumplir la prestación característica. En este sentido, la ley aplicable al contrato va a variar en función del lugar en el que se encuentra la residencia habitual de dicha parte contratante. Si la adquisición se realiza de la compañía matriz, la ley aplicable será la ley del lugar en el que se halla el establecimiento principal de la entidad. Si, por contrario, el inversor celebra el contrato con la sucursal, agencia o establecimiento secundario, la ley aplicable es la ley del país en el se sitúa la residencia habitual de la sucursal.

Apoyo de esta conclusión se encuentra en el Considerando 7 RRI en el que se subraya expresamente el objetivo de garantizar la coherencia entre el Reglamento Roma I, el Reglamento 44/2001 relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil y el Reglamento (CE) N° 864/2007 sobre la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II). La interrelación entre dichos textos comunitarios permite acudir a la jurisprudencia del TJCE que ofrece las pautas de interpretación de la normativa comunitaria. En relación con el tema del presente estudio, las características distintivas de los contratos de agencia se pueden encontrar en varias sentencias del Tribunal de Luxemburgo⁷⁵⁷. Consecuentemente, siempre y cuando el vendedor es “un centro de operaciones, que se manifiesta de forma duradera como la prolongación de una casa madre, provisto de una dirección y materialmente equipado de forma que pueda negociar con terceros, de tal manera que éstos, al mismo tiempo que saben que se establecerá una eventual relación de derecho con la casa madre cuyo domicilio social está en el extranjero, están dispensados de dirigirse directamente a la misma y pueden celebrar negocios en el centro de operaciones que

⁷⁵⁷ Sentencia del TJCE de 22 de noviembre de 1978, *Somafer SA contra Saar-Ferngas AG.*, asunto C-33/78, Recopilación de Jurisprudencia 1978, p. 63; Sentencia del TJCE de 9 de diciembre de 1987, *SAR Schotte GmbH contra Parfums Rothschild SARL*, asunto C-218/86, Recopilación de Jurisprudencia 1987 página 04905, Sentencia del TJCE de 18 de marzo de 1981, en el asunto C-139/80, *Blanckaert & Willems PVBA contra Luise Trost*, Recopilación de jurisprudencia 1981, edición especial española, pp. 137, Sentencia del Tribunal de Justicia de *Lloyd's Register of Shipping contra Société Campenon Bernard*, Asunto C-439/93, Recopilación de Jurisprudencia 1995 página I-961, etc.

constituye su prolongación”, el tribunal español aplicará las normas materiales del Estado en el que la sucursal tiene su residencia habitual⁷⁵⁸.

El Reglamento en su artículo 4 emplea el término “residencia habitual” como punto de conexión. Las diferencias en los ordenamientos jurídicos nacionales y los conflictos de interpretación que se generan explican la decisión de las instituciones comunitarias de incluir en el texto una definición única. El término está expresamente definido en el art. 19 RRI como el lugar en el que la sociedad, asociación o persona jurídica tiene su administración central. No se requiere que ésta coincida necesariamente con el establecimiento principal, ni tampoco con el domicilio estatutario. La norma desarrolla la disposición del art. 4 CR y tiene como objetivo eliminar la incertidumbre y la confusión que puede provocar el empleo del término debido a las diferencias en las normativas nacionales de los Estados Miembros. Cuando la persona física actúa en ejercicio de su actividad profesional la residencia habitual será su establecimiento principal. La residencia habitual de la sucursal o la agencia que tiene la obligación de cumplir la prestación contractual se considera el lugar en el que se sitúa tal establecimiento (apartado 2). Por último, el apartado 3 de la misma norma especifica como criterio para determinar la residencia habitual el momento de la celebración del contrato.

El RRI no ofrece definición, sin embargo, de la residencia habitual de las personas físicas. La única referencia que hace es en el caso en el que la persona física actúa en el marco de su actividad profesional. En este caso por residencia habitual se entiende el lugar del establecimiento principal de esta persona. La concreción es relevante en los casos en los que la persona física tiene su domicilio familiar en un sitio pero desarrolla su actividad profesional en otro.

La regla del artículo 4.2 RRI no se aplica en el caso en que no se puede determinar la prestación característica⁷⁵⁹. Este será el supuesto

⁷⁵⁸ Sentencia *Somafer SA contra Saar-Ferngas AG.*, asunto C-33/78

de intercambio de valores en el que las partes del contrato pactan que cada una entregará participaciones de una sociedad anónima a cambio de participaciones de otra. En este tipo de contrato es imposible determinar el elemento distintivo que caracteriza la relación contractual. La obligación de ambas partes consiste en transferir la propiedad del paquete de acciones societarias pactadas. Las prestaciones son de la misma índole, lo que imposibilita la delimitación de la prestación característica del contrato. Una situación así la plantean los contratos que tienen como objetivo la adquisición del control de una sociedad. Las partes pueden pactar que el pago se realizará con la entrega de acciones de otra sociedad. Esta retribución no dineraria iguala ambas prestaciones, lo que obliga al órgano jurisdiccional competente acudir a la regla general que establece el art. 4.4 RRI: se aplica la ley del Estado con el que el contrato presenta los vínculos más estrechos⁷⁶⁰. El último apartado del art. 4 es la norma de cierre que se aplica en todos los casos en los que el contrato no entra en los supuestos especiales del apartado 1, ni tampoco, se puede determinar la prestación característica. El precepto ya se encontraba en el texto del Convenio de Roma de 1980 como cláusula general que tenía como objetivo abarcar todos los supuestos de contratación internacional⁷⁶¹. El deseo de regular con una sola norma todos tipos de contratos convirtió la disposición del art. 4.1 CR en una disposición demasiado abstracta cuya aplicación no dependía de criterios de valoración objetivos, sino de la valoración del juez hecha sobre la base de la principios generales⁷⁶². En este sentido la nueva estructura de la norma que establece el RRI es indudablemente más acertada⁷⁶³. La

⁷⁵⁹ FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos/ SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, *Derecho Internacional Privado*, cit., p. 498

⁷⁶⁰ *Idem*

⁷⁶¹ VIRGÓS SORIANO, Miguel, “La ley aplicable...”, cit., p. 5392

⁷⁶² *Idem*, pp. 5295-5297

⁷⁶³ En la doctrina se analiza la nueva estructura del art. 4 RRI y se discute si era preferable mantener el esquema del Convenio de Roma de 1980. AGUILAR GRIEDER, Hilda “Los contratos internacionales de distribución comercial en el Reglamento Roma I”, *CDT*, Marzo 2009, Vol. 1, Nº 1, pp. 19-35; DUTSON, Stuart, “A dangerous proposal - the European Commission's attempt to amend the law applicable to contractual obligations”, *JBL*, 2006, pp. 608-618, pp. 610-611; DUTSON, Stuart, “Why the European

disposición modificada establece los vínculos más estrechos como la última opción a la que el órgano competente ha de acudir para determinar la ley aplicable. En este contexto, el legislador comunitario facilita, hasta un cierto punto, la labor del tribunal al prever en el Considerando 21 RRI para determinar el país con el que el contrato presenta los vínculos más estrechos se debe tomar en consideración, entre otros aspectos, si el contrato en cuestión tiene una relación muy estrecha con otro contrato o grupo de contratos.

En último lugar, el art. 4 RRI prevé en el apartado 3 una cláusula de escape al establecer que si el contrato presenta los vínculos manifiestamente más estrechos con un Estado diferente del indicado de acuerdo con los apartados 1 y 2 del art. 4, es de aplicación la ley del país con el que el contrato presenta esta conexión. El precepto en cuestión tiene carácter excepcional, se aplica solamente en los casos en los que de las circunstancias que acompañan la relación contractual queda claro que para salvaguardar la seguridad jurídica es mejor aplicar el Derecho material de otro ordenamiento jurídico. La disposición no establece quien ha de asumir la carga de la prueba, ni tampoco que el órgano competente tiene la obligación de aplicar el apartado 3 de oficio. Así que la parte interesada que alega conexión más estrecha con otro ordenamiento distinto del asignado conforme con las normas de los apartados 1 y 2, lo ha de demostrar. El juez, para determinar la ley aplicable, por lo tanto, debe acudir a la regla general prevista en los primeros dos apartados, salvo que la parte interesada prueba lo contrario⁷⁶⁴. Por otro lado, el apartado 4 del art. 4 RRI establece que en los casos en los que la ley aplicable no puede ser determinada sobre la base de los apartados 1 y 2, el contrato se regirá por la ley del país con el que presenta los vínculos más estrechos.

El término “vínculos más estrechos” se emplea tanto en el art. 4 CR como en el art. 4.3 y 4 RRI, pero ninguna de las dos normas lo define. En la jurisprudencia del Tribunal de Justicia el órgano judicial

Commission's attempt to amend the law on contractual obligations will raise the ire of English lawyers”, *IFLR*, 2006. pp. 1-7

⁷⁶⁴ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El reglamento “Roma I”..., *cit.*, p. 8

no ha ofrecido una definición única aplicable a todos los supuestos sino que analiza cada caso concreto buscando la conexión especial entre la ley de un concreto Estado y las características materiales del litigio. En el asunto C-440/97 el Abogado general sostiene que el art. 4 Convenio de Roma de 1980 obliga al tribunal competente a tomar en consideración todos los aspectos de la relación contractual- en las presunciones y sus excepciones, la naturaleza y el objeto del contrato, la definición de la prestación característica⁷⁶⁵. Es decir, si la controversia presenta elementos fácticos y jurídicos sustancialmente más cercanos a una ley distinta de la designada por las normas del Reglamento Roma I, el tribunal competente debe aplicar esta misma ley. En este aspecto los Considerandos 20 y 21 RRI determinan que el tribunal competente, en los casos en los que resultan inaplicables los apartados 1 y 2 del art. 4, debe tomar en consideración entre otros aspectos, si el contrato de compraventa de valores tiene vínculos especialmente estrechos con otro contrato o contratos.

4. CONTRATOS CELEBRADOS CON CONSUMIDORES

La compraventa de participaciones societarias, independientemente de si se realiza fuera o en el marco de un mercado regulado, tiene como objetivo principal proporcionar capital a la compañía para que ésta pueda efectuar transacciones comerciales. Al mismo tiempo, para el resto de participantes en dicho negocio estas operaciones tienen carácter puramente especulativo, puesto que se realizan con el fin de conseguir un beneficio financiero. En este tipo de transacciones desde el punto de vista económico el carácter de las

⁷⁶⁵ Conclusiones del Abogado General Ruiz-Jarabo Colomer presentadas el 16 de marzo de 1999. GIE Groupe Concorde y otros contra Capitán del buque "*Suhadiwarno Panjan*" y otros. Asunto C-440/97. Recopilación de Jurisprudencia 1999 p. I-06307. El Tribunal de Justicia acude al término "vínculos más estrechos" y al art. 4 CR en otros asuntos como: Conclusiones del Abogado General Bot presentadas el 15 de febrero de 2007. *Color Drack GmbH contra Lexx International Vertriebs GmbH*. Asunto C-386/05. Recopilación de Jurisprudencia 2007 página I-03699, Sentencia del TJCE de 27 de febrero de 2002. *Herbert Weber contra Universal Ogden Services Ltd.*, Asunto C-37/00. Recopilación de Jurisprudencia 2002 p. I-02013

personas involucradas no tiene importancia alguna. Al vendedor, la compañía emisora o el accionista, le es del todo irrelevante si el inversor es una persona física o jurídica. Desde el punto de vista jurídico, no obstante, el carácter de la parte contratante sí que es esencial. Las normas jurídicas tienen como objetivo regular las relaciones entre los operadores en el mercado, garantizar el correcto funcionamiento de las relaciones que se desarrollan en el y proporcionar adecuada protección de los intereses de todas las partes. Desde una perspectiva más global el poder económico del inversor sí que es un factor determinante. Una persona física, en la mayoría de los casos, no tiene el potencial financiero de una persona jurídica. Las compañías se pueden permitir contratar los servicios de expertos, economistas y juristas, que valoren los riesgos financieros y legales de una operación. Un gran porcentaje de los inversores, personas físicas, por razones varias, no pueden disponer de información específica relativa a los mercados de capitales, no tienen los conocimientos necesarios y confían sin más en los consejos de los profesionales que ofrecen distintos servicios financieros. Tal desigualdad puede, en ocasiones, dar pie a abusos por parte de los profesionales que perjudica los intereses de los particulares. Este tipo de inversores quedan desprotegidos ante la actitud desleal de los profesionales y los convierte en merecedores de una protección especial.

De acuerdo con las reglas del mercado en su puro estado, sobrevive el más listo y el más fuerte, lo que en las operaciones financieras significa que la parte que no puede o no sabe como defender sus intereses debe asumir las consecuencias correspondientes. La realidad ha demostrado, sin embargo, que esta regla es no sólo extrema sino también, errónea. La prueba es la caída de Wall Street y el crac del sistema financiero en Estados Unidos en 1929. La lección consecuente es que las personas físicas son una parte importante del mercado y si éste no le proporciona la protección necesaria es el legislador el que tiene que defender sus derechos. La implicación del Estado tiene como objetivo mantener el equilibrio en el mercado, lo que proporciona

estabilidad y seguridad, tanto económica como jurídica, y garantiza el buen funcionamiento del sistema económico.

La importancia del consumidor en la economía de capital se visualiza en la normativa nacional, comunitaria y convencional. El correcto funcionamiento del mercado común ha motivado a las instituciones comunitarias a adoptar normas especiales de protección de los derechos de los consumidores. Se prevén disposiciones específicas, asimismo, en la normativa sobre la ley aplicable a las relaciones contractuales. Tanto el Convenio de Roma de 1980 en su art. 5 como el Reglamento 593/2008 en el art. 6 establecen un régimen especial para todas las personas físicas que celebran un contrato ajeno a su actividad comercial o profesional con una persona que actúa en ejercicio de sus obligaciones profesionales⁷⁶⁶. El Reglamento Roma I incluye varias modificaciones impuestas por las particularidades de algunos contratos entre los que se encuentra la compraventa de participaciones de sociedades mercantiles por inversores- personas físicas.

El art. 5 Convenio de Roma de 1980 no contenía norma alguna que regulase la compraventa de valores. El apartado 1 del art. 5 cubría tan sólo los supuestos de compraventa de mercancías. Las participaciones societarias no son mercancías sino valores negociables⁷⁶⁷. Consecuentemente, los contratos de compraventa de acciones realizada por una persona física fuera de su ámbito profesional quedaban fuera del ámbito de aplicación de la norma en cuestión.

Por otro lado, la construcción del art. 5.1. CR y las diferencias entre los Derechos nacionales acerca de si los valores negociables representados por medio de títulos son o no objetos corporales provocaron un debate en la doctrina a la hora de interpretar si y hasta qué punto el art. 5 se podía aplicar para determinar la ley aplicable a la

⁷⁶⁶ RAGNO, Francesca, “The law applicable to consumer contracts under the Rome I Regulation” en Ferrari, Franco/ Leible, Stefan, *Rome I Regulation: The Law Applicable to Contractual Obligations in Europe*, Seller, 2009, pp. 129-170

⁷⁶⁷ Informe Guiliano –Lagarde, *cit.*, p. 23

compraventa de instrumentos financieros⁷⁶⁸. Las versiones interpretativas encontraban apoyo en las diferentes traducciones del texto convencional en la lengua oficial de cada uno de los Estados Miembros. De acuerdo con la traducción en inglés el art. 5.1 se aplica a “*contract the object of which is the supply of goods or services to a person*”. La versión francesa habla de “*contrats ayant pour objet la fourniture d'objets mobiliers corporels*”, mientras que el texto italiano hace referencia a “*contratti aventi per oggetto la fornitura di beni mobili*” y el alemana, a “*Lieferung beweglicher Sachen*”. El Derecho alemán trata los certificados que incorporan los títulos como objetos corporales⁷⁶⁹.

4.1. CONTRATOS EXCLUIDOS DE LA PROTECCIÓN DEL ART. 6 RRI

La incertidumbre que tales diferencias provocaban ha quedado eliminada con la incorporación de dos nuevas disposiciones en el apartado 4 del art. 6 Reglamento Roma I. El texto comunitario excluye expresamente del ámbito de aplicación de dicha norma los contratos que tienen como objeto derechos y obligaciones que constituyan un instrumento financiero (letra d) y derechos y obligaciones que constituyan los términos y condiciones que regulan la emisión, la oferta de venta al público o las ofertas públicas de adquisición de valores negociables, y la suscripción y el reembolso de participaciones en organismos de inversión colectiva, siempre y cuando no constituyan la prestación de un servicio financiero. La letra e), por otro lado, prevé que tampoco quedan cubiertos por la protección del art. 5 los contratos celebrados dentro de un sistema que entre en el ámbito de aplicación del artículo 4, apartado 1, letra h), es decir, los contratos que tienen como objeto la transacciones de valores negociables realizadas en los mercados regulados.

⁷⁶⁸ SCHUSTER, Gunnar, “Securities transactions...”, p. 82

⁷⁶⁹ *Idem*, p. 82; Gruson, Michael, “Global Shares of German corporations...”, *cit.*, p. 206-208; Lehman, Mathias, “Financial instruments”, *cit.*, pp. 88-89

Las exclusiones especiales no estaban previstas en el Libro Verde sobre la transformación del Convenio de Roma de 1980 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales en instrumento comunitario y sobre su actualización ni, tampoco, en la Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I) de 12 de diciembre de 2005⁷⁷⁰. Las disposiciones en cuestión sí que aparecen por primera vez en el Informe del Parlamento Europeo del 21 de noviembre de 2007 y se encuentran en todas las versiones antes de la adopción final consolidada: del 31 de marzo de 2008, del 2 de abril de 2008 y del 9 de abril de 2008⁷⁷¹.

El carácter específico del objeto del contrato de compraventa de valores implica una reglamentación adecuada a este tipo de relaciones contractuales. Las disposiciones relativas a las transacciones de valores se deben interpretar conjuntamente con los Considerandos 26, 28 a 31 RRI. El Reglamento no ofrece definición alguna de los instrumentos financieros o valores negociables, ni de las ofertas públicas de adquisición, sino que remite a la normativa comunitaria concreta que regula el tema en cuestión. En cuanto a los instrumentos financieros y los valores negociables prevé que por tales se debe entender aquellos instrumentos previstos en el art. 4. 17 y 18 de la Directiva 2004/39/CE

⁷⁷⁰ Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I), Bruselas, 15.12.2005, COM(2005) 650 final, 2005/0261 (COD), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0650:FIN:ES:PDF>, Libro Verde sobre la transformación del Convenio de Roma de 1980 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales en instrumento comunitario y sobre su actualización [COM (2002) 654 final - no publicado en el Diario Oficial], <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0654:FIN:ES:PDF>. El desarrollo del texto comunitario y todos los documentos correspondientes se puede consultar en la página web de la Comisión Europea: http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=es&DosId=193666. Otros texto de significativa relevancia es el DICTAMEN del Comité Económico y Social Europeo sobre la "Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I)" COM(2005) 650 final – 2005/0261 (COD), de 13 de septiembre de 2006, DO 318/10 del 23 de diciembre 2006.

⁷⁷¹ Informe del Parlamento Europeo del 21 de noviembre de 2007 sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I), (2005/0261(COD)), <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?jsessionid=2BB96F7D1AE2C1B9212AEFAAD369466B.node2?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A6-2007-0450+0+NOT+XML+V0//ES> Las distintas versiones se pueden consultar en: http://register.consilium.europa.eu/servlet/driver?page=Result&lang=ES&typ=Advanced&cmsid=639&ff_COTE_DOCUMENT=3691/07|3691/*|07&ff_COTE_DOSSIER_INST=&ff_TITRE=&ff_FT_TEXT=&ff_SOUS_COTE_MATIERE=&dd_DATE_DOCUMENT=&dd_DATE_REUNION=&dd_FT_DATE=&fc=REGAISES&srm=25&md=100&ssf=

relativa a los mercados de instrumentos financieros. El apartado 17 hace referencia a la Sección C del anexo I que establece como tales los valores negociables, los instrumentos de mercados monetarios, las participaciones de organismos de inversión colectiva, los diferentes contratos de opciones, futuros, permutas financieras (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimiento, o con materias primas, los instrumentos derivados de transferencia de riesgo de crédito y los contratos financieros por diferencias. Por valores negociables se entienden, de acuerdo con el apartado 18, todas las categorías de valores que son negociables en un mercado de capitales, salvo los instrumentos de pago, como las acciones y las obligaciones societarias y valores equiparables a éstos, así como los demás valores que dan derecho de adquirir o vender tales valores negociables.

En el Considerando 28 se expresa de forma contundente que las cuestiones relativas a los derechos y las obligaciones que constituyen un instrumento financiero quedan excluidas del ámbito de aplicación de las normas que regulan los contratos de consumo. Tal decisión el legislador comunitario la justifica con la tutela de la seguridad jurídica. La aplicación de las normas específicas de protección de la parte más débil en relación con los instrumentos financieros puede llevar a la aplicación de leyes distintas lo que modificaría la naturaleza de éstos e impediría una negociación y oferta fungibles. Se establece que el carácter específico del contrato entre el emisor o el oferente y el inversor- persona física, requiere que la relación contractual no esté sujeta necesariamente a la ley del lugar en el que se encuentra el domicilio del consumidor puesto que, en el caso concreto, es prioritario garantizar la uniformidad en los términos y condiciones de la emisión o la oferta. Las mismas razones justifican la exclusión de protección de los contratos celebrados en los mercados regulados.

En cuanto a la definición de ofertas públicas de adquisición, el Reglamento guarda silencio. El texto comunitario tampoco remite a las

normas de la Directiva 2004/25/CE relativa a ofertas públicas de adquisición (OPAs) o a la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores mobiliarios. A pesar de que dichas disposiciones tienen un ámbito de aplicación limitado, no dejan de ser normas comunitarias específicas que regula el tema concreto y por eso no sería erróneo acudir, con fines estrictamente delimitados por el objeto del estudio, a las definiciones incluidas en la normativa especial que regula las OPAs. De acuerdo con el art. 2.1. letra a) de la Directiva 2004/25/CE por OPA se ha de entender “oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional”. Es decir, las normas de protección especial de los consumidores no se aplican a los contratos de compraventa de participaciones societarias celebrados en el marco de una oferta pública que tiene como objetivo la adquisición de la totalidad o de parte de los valores que dan derecho a voto y permiten al adquirente ejercer el control sobre la sociedad afectada.

La letra d) del art. 6 excluye no sólo las ofertas públicas de adquisición, sino todo tipo de venta de valores destinada al público, independientemente del carácter del oferente. En este contexto, las normas de protección de los consumidores no se aplican a los contratos de venta directa de participaciones societarias celebrados entre el emisor y el inversor o entre personas que hayan adquirido la emisión completa de valores y la venden al público⁷⁷².

Tal exclusión se debe, de nuevo, al deseo del legislador comunitario de unificar los criterios de determinación de la ley aplicable tomando en consideración las particularidades de este tipo de negocios. Con este objetivo el Considerando 29 concreta que por razones de seguridad jurídica es imprescindible que una sola ley rija los términos y

⁷⁷² GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “New issues in the Rome I Regulation...”, *cit.*, p. 7

condiciones que regulen la emisión, las ofertas al público de venta o las ofertas públicas de adquisición de valores negociables, y las referencias a la suscripción y el reembolso de participaciones en organismos de inversión colectiva. El legislador establece expresamente que cuando el objeto del contrato son derechos y obligaciones que constituyen un instrumento financiero el contrato que vincula el emisor o el oferente y el consumidor debe regular todos los aspectos de la relación entre los que la asignación de valores negociables o de las participaciones, los derechos en caso de exceso de suscripciones, los derechos de revocación y asuntos similares en el contexto de la oferta, así como las cuestiones relativas al consentimiento, la validez material y formal, el ámbito de la ley aplicable y la incapacidad de tal manera que todos ellos queden regulados por una ley única.

En último lugar, la protección especial del art. 6 no se aplica a los contratos de suscripción y reembolso de participaciones en organismos de inversión colectiva. La disposición se debe interpretar de acuerdo con el Considerando 29 que establece que todas las cuestiones relacionadas con la suscripción de instrumentos financieros en una entidad de inversión colectiva como el derecho a reembolso en cualquier momento o el derecho de recibir información están subordinadas a una única ley independientemente del lugar en el que está domiciliado el suscriptor. El objetivo es el mismo: las cuestiones relativas al funcionamiento, la estructura, la gestión y la administración de los fondos de inversión deben quedar sujetas a la misma ley.

La decisión de excluir las relaciones contractuales descritas del ámbito de aplicación del art. 6 tiene su lógica jurídico-económica. Los negocios que tienen por objeto instrumentos financieros tienen naturaleza especial, debido, principalmente, a la repercusión económica que tienen sobre las partes implicadas. Las consecuencias que éstas operaciones tienen sobre la economía nacional justifica el carácter imperativo de las normas que las regulan. Por estas razones la emisión y la oferta, inicial o secundaria, de valores negociables se efectúan, respetando disposiciones imperativas del Estado en el que se realizan.

El incumplimiento de la normativa reguladora puede tener consecuencias negativas de diferente índole: de la prohibición de ejercer los derechos de voto a la nulidad del negocio realizado. Todos los aspectos relacionados con la emisión y la oferta de los valores están sometidos a una determinada ley, que establece un mecanismo único y tiene como objetivo proteger los intereses de todas las partes implicadas: los accionistas, los inversores, los competidores y los del mismo mercado. La exclusión de los derechos y obligaciones que constituyan un instrumento financiero y derechos y obligaciones que constituyan los términos y condiciones que regulan la emisión, la oferta de venta al público o las ofertas públicas de adquisición de valores negociables, y la suscripción y el reembolso de participaciones en organismos de inversión colectiva tienen la misma finalidad. Son pactos que afectan directamente tanto al emisor o al oferente, como al mercado en sí y pueden, en ocasiones, tener secuelas importantes sobre el sistema económico del Estado en el que se realizan. Uno de los mecanismos para garantizar la estabilidad de mercado es la adopción de normas imperativas que regulen los aspectos más importantes de estos tipos de contratos. La estabilidad del sistema, en este sentido, prima sobre los intereses particulares de cada una de las partes. En este aspecto, es justificable la decisión del legislador comunitario de excluir este tipo de contratos del ámbito de aplicación del art. 6. El inversor- persona física es, sin lugar a duda, consumidor, hecho reconocido por las instituciones comunitarias. Es la parte más débil siempre que actúe fuera de su ámbito profesional, lo que le convierte en merecedor indudable de una protección especial. Pero a esta realidad se contrapone la del mercado en el que se emiten las acciones o en el que se realiza la OPA. Los inversores que adquieren participaciones societarias del emisor o del oferente pueden ser personas físicas que tienen su domicilio en distintos Estados, comunitarios o extracomunitarios. La aplicación de las normas generales de protección de los consumidores para cualquier incumplimiento contractual por parte del vendedor de los valores llevaría a la aplicación de la normativa

de distintos Estados, lo que dispersaría innecesariamente el proceso y puede llevar a decisiones contradictorias. La actitud de la compañía en cuanto a la emisión y la oferta de los valores negociables está por completo condicionada por la ley del Estado en el que éstos se realizan. Todos los aspectos importantes del negocio en cuestión se regulan por una ley concreta. Esto permite a los operadores adaptar su actitud comercial a la normativa nacional y proporciona la necesaria seguridad jurídica. En este contexto resulta lógica y es más que justificada la decisión de excluir del ámbito de aplicación del art. 6 RRI todos los contratos relativos a la emisión y venta al público de valores negociables.

La estabilidad del mercado como argumento predominante se muestra a través del art. 6.1.e) y el art. 4.1.h) RRI. El art. 6.1.e) excluye la aplicación de las normas de protección de consumidores a los contratos celebrados dentro de un sistema multilateral. El art. 4.1.h), al mismo tiempo, establece de forma expresa que la ley aplicable a los contratos celebrados en un mercado secundario regulado es la ley del estado que rige este mercado. Consecuentemente, el carácter del inversor, si es persona física o jurídica, que invierte su dinero en bolsa es del todo irrelevante. En todos los supuestos, independientemente del lugar en el que se encuentra el domicilio de las partes, la relación contractual se regirá por una ley única: la ley del Estado en cuyo mercado se realizan las operaciones.

4.2. CONTRATOS CUBIERTOS POR LA PROTECCIÓN DEL ART. 6 RRI

Las normas especiales de protección de consumidores sí se aplican a los contratos de servicios de inversión que permiten al intermediario utilizar el crédito proporcionado por el inversor para adquirir valores negociables de una o más sociedades anónimas. Los contratos de prestación de servicios quedan cubiertos por la protección especial del art. 6 RRI, salvo en los casos, tal y como prevé el art. 6.4.a),

en los que los servicios se deben prestar al consumidor, exclusivamente, en un país distinto de aquel en que éste tiene su residencia habitual. El Reglamento Roma I tiene ámbito de aplicación universal, lo que significa que sus normas ofrecen protección a todos los inversores, comunitarios y extra-comunitarios e independientemente del lugar de su residencia habitual.

El carácter especial del objeto de los contratos financieros lo convierte en merecedor de una atención especial por parte del legislador comunitario que ha incluido en el Reglamento Roma I una norma dedicada exclusivamente a contratos de valores negociables. La compraventa directa de participaciones societaria, en este aspecto, queda excluida del ámbito de aplicación del art. 6 RRI, de acuerdo con la letra d) del apartado 4. Sin embargo, el mismo precepto establece de forma expresa que la exclusión se aplica siempre y cuando el contrato no constituye la prestación de un servicio financiero. Consecuentemente, el inversor- persona física que contrata los servicios de un intermediario financiero para la adquisición de participaciones de una sociedad se beneficia de la protección de las normas sobre consumidores.

El término “servicios” empleado en el RRI debe interpretarse de acuerdo con el art. 60 Tratado CE y las normas especiales del Derecho Comunitario que regulan el tema, concretamente, la Directiva 93/22 relativa a los servicios de inversión en el campo de los valores negociables⁷⁷³. El texto del RRI no hace referencia alguna a la normativa comunitaria. La aplicación por analogía de las normas mencionadas se basa al art. 23 RRI / art. 20 CR en el que se prevé que el Reglamento Roma I se debe entender sin perjuicio de la aplicación de disposiciones del Derecho Comunitario que, en materias concretas, regulen las normas de conflicto relativas a las obligaciones contractuales. Consecuentemente, de acuerdo con la Directiva 93/22 los servicios de inversión incluyen cualquiera de los servicios relativos a

⁷⁷³ 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, *DO L* 141 de 11.6.1993, p. 27-46

la recepción, tramitación y ejecución de órdenes por cuenta de los inversores en relación con los instrumentos financieros, la negociación por cuenta propia de cualquier instrumento, la gestión discrecional y personalizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores y el aseguramiento en relación con la emisión de todos o de parte de los instrumentos financieros. La adquisición de valores negociables por cuenta del inversor-persona física se ajusta al perfil así descrito, lo que incluye este negocio en el precepto del art. 6.4.d) RRI.

La protección especial se activa si se cumplen las condiciones previstas en el apartado 1 del art. 6 RRI. La estructura de la norma en cuestión se diferencia sustancialmente de su homóloga en el Convenio de Roma. La disposición es claro ejemplo de que el legislador comunitario ha tomado en consideración las controversias que provocaban la poco clara norma del art. 5 CR. Con el fin de evitar futuros problemas de interpretación y discusiones doctrinales que al criticar la inexactitud legislativa no hacían más que potenciar los conflictos de carácter jurídico- económico, en el texto del Reglamento 593/2008 se especifica con detalle cuales han de ser las características de las partes en el contrato de consumo. En este aspecto, por consumidor se entiende toda persona física que contrata los servicios o adquiere los productos para un uso que pueda considerarse ajeno a su actividad comercial o profesional⁷⁷⁴. La solución de la problemática conflictual que el legislador comunitario ofrece sigue el esquema desarrollado en el Convenio de Roma. Se distingue entre el consumidor pasivo y el consumidor activo. El primero adquiere los productos y contrata los servicios en su propio mercado. El contratante profesional desarrolla su actividad en el mercado del consumidor. Mientras que en el segundo supuesto, el consumidor actúa en un mercado extranjero donde adquiere los productos y contrata los servicios de un profesional. La manera de actuar determina el carácter de la protección. Los consumidores pasivos, los que actúan en su propio mercado son

⁷⁷⁴ Una presentación más profunda de los problemas relacionados con este tema se hace en el Capítulo II

merecedores de la protección especial, prevista en el art. 6 RRI, mientras que los consumidores activos, no.

En segundo lugar, el co-contratante del consumidor ha de ser un profesional que actúa en ejercicio de su actividad comercial. Los servicios financieros se prestan siempre por profesionales que, de acuerdo con el art. 1 de la Directiva 93/22 son personas jurídicas cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar cualquier servicio de inversión de carácter profesional a terceros. En tercer lugar, la norma comentada impone otras dos condiciones alternativas: el profesional debe o bien, realizar sus actividades en el país en el que el consumidor tenga su residencia habitual, o bien, por cualquier medio dirija estas actividades al dicho Estado. El contrato, en estos casos, se regirá por la ley del Estado en el que se encuentra la residencia habitual del consumidor. En dicho esquema hay tres elementos que requieren atención especial.

El Reglamento no define qué se ha de entender por “residencia habitual” de las personas que actúa fuera de su ámbito profesional. El art. 19 hace referencia a la residencia habitual de las personas jurídicas y define el término en relación con las personas físicas que están ejerciendo su actividad profesional. En este caso para determinar cual es la residencia habitual del consumidor, el tribunal español competente debe aplicar sus propias normas.

En el ordenamiento español no hay definición alguna del término “residencia habitual”. El legislador nacional ha establecido sobre temas concretos tan sólo las circunstancias que se toman en consideración para determinar la residencia de una persona física. La Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio en su art. 9 establece que el contribuyente tiene su residencia habitual en territorio español o bien si permanece más de 183 días, durante el año natural, en territorio español, o bien, si el núcleo principal o la base de

sus actividades o intereses económicos, de forma directa o indirecta, radique en España⁷⁷⁵.

La jurisprudencia del Tribunal Supremo español distingue claramente ambos conceptos. El órgano judicial entiende por residencia habitual a efectos fiscales "el punto de conexión que determina la aplicación de las leyes tributarias a las personas naturales o jurídicas, y también el que determina las modalidades de sujeción a los impuestos que tienen el carácter de personales. Mientras que el domicilio es el que fija el lugar, dentro del espacio físico en el que las leyes despliegan sus efectos, donde se producen las relaciones entre la Administración Tributaria y los obligados tributarios en orden a la aplicación de los tributos"⁷⁷⁶. Por lo tanto, el domicilio es un concepto jurídico, mientras que la residencia habitual es un punto de conexión material que se valora en cada caso concreto.

En el civil, sin embargo, el término de residencia habitual en sentido amplio se emplea en relación con el domicilio. El art. 9 Código Civil vincula la determinación del domicilio con la residencia habitual de la persona física. El art. 40 Código Civil establece que "para el ejercicio de los derechos y el cumplimiento de las obligaciones civiles, el domicilio de las personas naturales es el lugar de su residencia habitual y, en su caso, el que determine la Ley de Enjuiciamiento Civil".

La doctrina en España discute sobre si el domicilio y la residencia habitual son conceptos idénticos. Para algunos autores los términos no coinciden, entendiendo por domicilio internacional "la permanencia estable y legal de una determinada persona en un determinado país, cuando tal situación sea considerada como domicilio por la legislación de dicho Estado"⁷⁷⁷. Esta parte de la doctrina entiende que la residencia

⁷⁷⁵ Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, *BOE* n. 285 de 29/11/2006, Referencia: 2006/20764, pp. 41734 - 41810

⁷⁷⁶ STS 600/2006, Tribunal Supremo. Sala de lo Contencioso, Nº Recurso: 114/2001 -- Fecha resolución: 07/02/2006; STS 597/2006, Tribunal Supremo. Sala de lo Contencioso; STS 597/2006, Nº Recurso: 137/2001 -- Fecha resolución: 09/02/2006

⁷⁷⁷ ESPINAR VICENTE, José María, "El concepto de residencia habitual en el sistema español de derecho internacional privado", *RDP*, 1980, nº 64, Mes 1, pp. 3-27, pp. 5 y sigs y 21 y sigs.; ESPINAR VICENTE, José María, "Residencia habitual" (Derecho Internacional Privado) en *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, *VV. AA.*, Civitas, Madrid, 1994, pp. 5877 y sigs.

habitual “traduce la presencia legal y estable de un sujeto en el territorio de un Estado, con independencia de la calificación jurídica que reciba esa situación a la luz del ordenamiento de la nación en que se halla”⁷⁷⁸. No todos los autores, sin embargo, comparten tal posición, sino que consideran que los dos conceptos son idénticos, interpretando el art. 9 CC en relación con el art. 40 CC y considerando que éste último “*claramente identifica domicilio y residencia habitual*”⁷⁷⁹.

De la protección especial prevista en el art. 6 se beneficia el consumidor pasivo. La disposición opera siempre que el profesional, el broker o el banco, preste los servicios financieros en el Estado en el que el consumidor tiene su residencia habitual o dirija por cualquier medio sus actividades comerciales a este Estado. El primer supuesto no ofrece problemas de interpretación. La persona jurídica actúa en el mercado en la que el consumidor reside de forma permanente. En este caso el profesional es el que invade el mercado en el que el consumidor normalmente adquiere productos y contrata servicios. Las tres partes afectadas, inversor, intermediario y mercado, coinciden en la misma jurisdicción. Por lo tanto, sería ilógico y contrario a la seguridad jurídica si la normativa reguladora de la relación contractual fuera distinta de la ley del lugar en el que el inversor reside habitualmente.

La segunda opción prevista en la letra b) del art. 6.1 RRI proporciona protección al inversor privado cuando el intermediario no tiene establecimiento material en el mercado del consumidor sino que promociona su actividad financiera por cualquier medio al Estado en el que el cliente tiene su residencia habitual con el fin de celebrar un contrato de adquisición de valores. Este requisito estaba previsto, aunque con una estructura diferente, en el Convenio de Roma de 1980, lo que permite acudir a la interpretación de la norma del art. 5 CR que ofrece el Informe *Guiliano-Lagarde*. Por otro lado, tanto el Convenio de Roma como el Reglamento 539/2008 guardan relación estrecha con el Reglamento 44/2001/ Convenio de Bruselas, lo que permite aplicar por

⁷⁷⁸ *Idem*

⁷⁷⁹ ÁLVAREZ ÁLVAREZ, Per Henar, *Régimen jurídico del domicilio...*, cit., pp. 334-340

analogía la interpretación de las disposiciones de Sección IV por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en relación con los contratos celebrados con consumidores⁷⁸⁰.

En el Informe *Guiliano- Lagarde* se establece que la disposición se aplica en los casos en los que el intermediario centraliza su esfuerzo profesional en prestar los servicios de inversión en la jurisdicción en la que se encuentra el inversor privado. En este aspecto, el texto del Reglamento Roma I presenta diferencias sustanciales en comparación con la norma convencional. El art. 6.1. b) no prevé requisitos adicionales, mientras que el art. 5 establecía una serie de circunstancias alternativas que limitaban la aplicación de la elección de las partes. La norma comunitaria engloba todos los supuestos en los que de la actitud del intermediario financiero se desprende que su objetivo es conseguir el inversor concreto como cliente. La composición “por cualquier medio dirija estas actividades” viene a decir que el profesional debe haber realizado, previo a la contratación, ciertas campañas de marketing a través de la prensa o los medios de comunicación o haber contactado con el cliente de manera personalizada (vía e-mail o publicidad enviada especialmente a este inversor), promocionando sus servicios en el mercado en el que opera el consumidor. En el Informe *Guiliano- Lagarde* la norma del art. 5.2 CR se concreta sosteniendo que “el profesional debe haber realizado ciertos actos como publicar anuncios en la prensa o en la radio o en la televisión, o en el cine, o en catálogos, distribuidos especialmente en este Estado, o debe haber hecho propuestas individuales a través de intermediarios o personas encargadas con la promisión de los productos del profesional. Si, por ejemplo, una persona que reside en Alemania contesta a la publicidad que realiza una empresa francesa en los medios alemanes, el contrato queda cubierto por la norma especial. Si, por otro lado, el mismo cliente contesta a la publicidad realizada en publicaciones norteamericanas, incluso si éstas han sido distribuidas

⁷⁸⁰ La posición del TJCE en temas diferentes relativos a los contratos celebrados con consumidores está ampliamente desarrollada en el Capítulo II

en Alemania, la norma no se aplica, salvo en los casos en los que el anuncio aparece en una edición especial de la publicación destinada para los Estados europeos. En este caso se considera que el vendedor haya realizado una campaña publicitaria expresamente destinada al Estado del adquirente”⁷⁸¹. La interpretación que ofrece el Informe *Guiliano- Lagarde* responde por completo al espíritu del nuevo texto comunitario. Además, la correlación entre el Convenio de Roma y el reglamento 44/2001, expresamente establecida en el art. 19 RRI, permite aplicar tal ejemplo al art. 6.1. b)⁷⁸².

El esquema de la norma del art. 6.1 del Reglamento RRI respeta, como se puede observar, la estructura del Convenio de Roma de 1980 que parte de la diferencia entre el consumidor pasivo y el consumidor activo. El consumidor pasivo es la persona física que opera en el mercado donde tiene su residencia habitual. Mientras que el consumidor activo es él que acude al mercado del profesional y contrata allí los servicios financieros. En este último supuesto el consumidor no puede exigir la aplicación de la ley del lugar en el que está su domicilio habitual, sino que ha de asumir las consecuencias de la aplicación de la ley del lugar en el que se sitúa el intermediario. Esta conclusión, lamentablemente, no se desprende directamente de la norma comentada, sino de la falta de regulación específica de este tipo de contratos. El art. 6.1 RRI se debe interpretar en relación con el Considerando 25 que presenta de manera clara la posición del legislador comunitario sobre los contratos con consumidores, de acuerdo con la que “los consumidores deben quedar protegidos por las disposiciones del país de su residencia habitual que no puedan

⁷⁸¹ Traducción realizada por la autora. Versión original: *Thus the trader must have done certain acts such as advertising in the press, or on radio or television, or in the cinema or by catalogues aimed specifically at that country, or he must have made business proposals individually through a middleman or by canvassing. If, for example, a German makes a contract in response to an advertisement published by a French company in a German publication, the contract is covered by the special rule. If, on the other hand, the German replies to an advertisement in American publications, even if they are sold in Germany, the rule does not apply unless the advertisement appeared in special editions of the publication intended for European countries. In the latter case the seller will have made a special advertisement intended for the country of the purchaser*

⁷⁸² Las particularidades de la contratación con consumidores en cuanto a los contratos celebrados vía Internet se exponen con más detalle en el Capítulo II

excluirse mediante acuerdo, siempre que el contrato se haya celebrado en el marco de las actividades comerciales o profesionales ejercidas por el profesional en el país de que se trata. Debe garantizarse la misma protección en caso de que el profesional, aun no ejerciendo sus actividades comerciales o profesionales en el país de la residencia habitual del consumidor, dirija por cualquier medio sus actividades hacia este país o hacia varios países, incluido el del consumidor, celebrándose el contrato en el marco de estas actividades”. La disposición comunitaria establece que el consumidor queda protegido por las normas especiales de su propia ley si o bien, el intermediario opera en el mismo mercado como el inversor, o bien, el broker, sin estar presente en dicho Estado, haya realizado actos comerciales por cualquier medio de comunicación dirigidos personalmente al consumidor.

Fuera de la protección del art. 6 RRI quedan los consumidores activos. El RRI no prevé una solución especial para el supuesto en el que el inversor viaja por ejemplo, hasta Nueva York y contrata allí los servicios de una empresa para la compra de participaciones societarias. La falta de regulación envía a la disposición general del art. 4.1.b) que determina que la ley aplicable a un contrato de servicios será la ley del Estado en el que el prestador tenga su residencia habitual. Consecuentemente, en el caso concreto se aplicará la ley de Nueva York. En este supuesto el consumidor no se puede beneficiar de la protección establecida en la ley del lugar de su residencia habitual, sino que debe aceptar la solución que prevé la normativa del Estado de Nueva York.

La ley del Estado en el que el intermediario tiene su establecimiento será la que determine la protección del inversor, persona física, en los casos en los que el cliente ha contactado por cualquier medio de comunicación con la compañía de servicios de inversión- por teléfono, fax, Internet, etc., para la adquisición de acciones de los mercados regulados de este país o emite las órdenes de compra o venta de las participaciones. En estos supuestos el cliente no

puede esperar que la ley del Estado de su residencia habitual sea la que proteja sus intereses. Esta solución tiene su justificación práctica. La compraventa de participaciones societaria de un mercado regulado siempre se realiza con la intermediación de profesionales especializados cuyas actividades están reguladas por ley. Estas empresas operan en los mercados secundarios o bien a través de un establecimiento principal, o bien, mediante una agencia o sucursal. Las operaciones relacionadas con la compraventa de las participaciones societarias se realizan fuera del Estado en el que el inversor reside. Todos los aspectos materiales de los servicios que el intermediario proporciona al cliente están situados en el Estado de residencia habitual del primero. Las transacciones de valores se efectúan en el correspondiente mercado regulado, en el que el banco o el broker reciben el precio del ejercicio. En el mismo Estado normalmente se mantienen las cuentas en las que se realizan las respectivas anotaciones a las operaciones efectuadas, tanto de compra, como de venta. En la relación contractual así descrita el único elemento que está fuera de la jurisdicción del intermediario es el inversor. Por lo tanto, el cliente no puede pretender obtener protección de la ley del Estado en el que reside. En una situación en la que el consumidor es el que contacta con el profesional, contratando sus servicios o emite órdenes relacionados con los valores que tienen anotados en su cuenta, la protección especial por ser la parte más débil se regula por la ley del Estado en el que reside el intermediario⁷⁸³.

4.3. *LOS CONSEJOS FINANCIEROS*

Un tema de particular interés son las controversias que surgen por los consejos financieros que el profesional presta a sus clientes, personas físicas. Si tal servicio está incluido en el paquete contractual y forma parte inherente de las operaciones de compraventa, los intereses del inversor quedan sometidos a la ley del Estado en el que se encuentra el

⁷⁸³ SCHUSTER, Gunnar, "Securities transactions...", *cit.*, pp. 85

profesional. Es diferente, sin embargo, es supuesto en el que el cliente contrata los consejos financieros como un servicio individual diferente de la adquisición de valores. Este caso concreto estaba cubierto por el art. 5.2 CR que subordinaba la protección de los intereses de los inversores a la ley del lugar en el que el consumidor tenía su residencia habitual si la parte contratante de éste o su representante hubieran recibido el encargo del cliente en ese mismo país. De acuerdo con el art. 6.4.a) RRI si la persona física que busca una opinión profesional sobre inversiones financieras y acude a través de cualquier medio de comunicación (teléfono, fax, correo electrónico) a los servicios de una empresa especializada en este tipo de operaciones y el consejo se realiza desde el país en el que el profesional reside, los derechos del cliente como consumidor se regulan por la ley de este mismo Estado.

4.4. ELECCIÓN DE LEY APLICABLE

El criterio previsto en el art. 6.1 RRI tiene carácter general y se aplica en el caso en el que las partes no hayan elegido una ley concreta que regule su relación contractual. El permiso de establecer en el contrato de servicios financieros una cláusula de elección se contiene en el apartado 2 del art. 6 RRI. La norma dispone que “no obstante lo dispuesto en el apartado 1, las partes podrán elegir la ley aplicable a un contrato que cumple los requisitos del apartado 1, de conformidad con el artículo 3. Sin embargo, dicha elección no podrá acarrear, para el consumidor, la pérdida de la protección que le proporcionen aquellas disposiciones que no puedan excluirse mediante acuerdo en virtud de la ley que, a falta de elección, habría sido aplicable de conformidad con el apartado 1”. El apartado 2 cubre los supuestos previstos en el apartado 1 del art. 6, esto es, los contratos entre un consumidor y un profesional que actúa o dirige sus actividades al mercado del primero. Consecuentemente, el intermediario y el inversor, consumidor pasivo, pueden establecer una cláusula en el contrato que determina la ley

aplicable a su relación. La ley elegida, sin embargo, no tiene un alcance absoluto. La elección de las partes de un contrato de servicios de inversión no puede vulnerar las normas que no pueden excluirse mediante acuerdo en virtud de la ley que, a falta de elección, habrá sido aplicable de conformidad con el apartado 1 del art. 6. En el caso concreto, la ley aplicable a falta de elección es la ley del Estado en el que reside el consumidor pasivo. Por lo tanto, la elección de ley que el intermediario y el inversor hacen no puede vulnerar las disposiciones imperativas del país en el que el consumidor tiene su residencia habitual.

El Reglamento Roma I sigue el esquema, establecido en el Convenio de Roma. La norma convencional en su art. 5.2 limitaba el alcance de la ley elegida por las disposiciones imperativas de la normativa del país en el que el consumidor tiene su residencia habitual. Varía la manera de la que está formulada la norma comunitaria. A diferencia del art. 5.2 CR que expresamente prevé que la elección de ley no puede vulnerar las normas imperativas del Estado en el que reside el consumidor, el apartado 2 del art. 6 RRI se centra sobre las normas imperativas del Estado cuya ley resulta aplicable a falta de elección, conforme con el apartado 1, que también, es la ley del Estado en el que el consumidor tiene su residencia habitual. Ambos supuestos, a pesar de las diferencia en la formulación, llevan al mismo resultado.

Ambas disposiciones tienen como objetivo proteger el inversor de un comportamiento abusivo por parte del profesional. No se debe olvidar, en este aspecto, que, a pesar de que las partes eligen por mutuo acuerdo la ley que regule su relación contractual y a pesar del poder económico del inversor, persona física, el profesional puede imponer al consumidor una normativa que no protege de igual manera los derechos de la parte más débil. Para evitar un posible desequilibrio y limitar el comportamiento abusivo de los operadores económicos, el Convenio de Roma establecía dicha protección especial que obligaba al tribunal español competente de resolver la controversia, tomar en consideración las disposiciones imperativas de la ley del país en el que

el inversor tenía su residencia habitual que garantizaban sus mínimos derechos.

Tanto norma convencional, como la comunitaria llevan siempre a una concreta ley, la del Estado en el que el consumidor tiene su residencia habitual. En cualquier momento de la relación contractual el inversor puede saber, independientemente de la ley acordada, los mínimos derechos establecidos en normas imperativas de la ley del Estado en el que reside. La nueva norma comunitaria reestablece la certeza y la seguridad jurídica que proporcionaba el art. 5.2 CR. El Reglamento 593/2008 emplea criterios suficientemente objetivos que permiten determinar con facilidad la normativa aplicable a la relación contractual a falta de elección y de allí, concretizar las disposiciones imperativas de protección de los consumidores. La existencia de criterios tan objetivos garantiza la seguridad jurídica necesaria para el buen funcionamiento del sistema en sí.

Consecuentemente, la protección prevista en el art. 6.2 lleva a dos posibles soluciones. Si el inversor celebra un contrato con la empresa de servicios de inversión desde el país en el que reside la normativa aplicable, a falta de elección, será la ley de Estado en el que éste tiene su residencia habitual. Por lo tanto, la ley elegida en el contrato no puede vulnerar las normas imperativas sobre consumidores aplicables en dicho Estado. La ley del país en el que reside el inversor, persona física, garantizará, también, la protección mínima en el caso en el que la empresa de servicios de inversión haya contactado por cualquier medio de comunicación con el cliente promocionando sus servicios profesionales.

La solución varía en el caso de un consumidor activo. En el supuesto en el que el inversor es el que se desplaza al país en el que el intermediario tiene su establecimiento, las partes pueden elegir la ley aplicable a su relación contractual de acuerdo con las normas generales del ar. 3 RRI. El cliente sigue siendo, sin embargo, un consumidor y quedará amparado por las normas sobre consumidores que se aplican en el Estado en el que la empresa de servicios de inversión tenga su

establecimiento principal. Si el contrato se celebra con una sucursal o agencia la ley elegida no puede vulnerar las disposiciones imperativas de la normativa de Estado en el que la sucursal esté situada.

En conclusión, el art. 6 RRI respeta el marco general del art. 5 CR. Se distinguen entre contratos de consumo protegidos y no protegidos. En los primeros la ley aplicable es la ley de Estado en el que se encuentra la residencia habitual del consumidor. Las partes en estos contratos disponen de libertad de elección que, sin embargo, queda limitada por las normas imperativas del país en el que reside el consumidor. En los no protegidos, la ley aplicable es la ley de Estado en el que se encuentra la residencia habitual del intermediario y las partes pueden elegir la ley aplicable, respetando las disposiciones del art. 3 RRI.

5. *NORMAS IMPERATIVAS DEL FORO*

La libertad de los participantes en el tráfico mercantil de determinar los parámetros de su relación, incluso de elegir el tribunal competente para conocer del litigio y la ley aplicable a tal controversia, no tiene carácter absoluto. Tal libertad se ve limitada por las disposiciones de la normativa interna que tiene como objetivo proteger determinados intereses públicos. La protección se efectúa a través de normas imperativas que las partes no pueden derogar y que los tribunales están obligados a cumplir independientemente de que las partes hayan elegido como ley aplicable a su relación la ley de otro Estado. Las normas de policía del foro prevalecen sobre las disposiciones de la normativa elegida por las partes o que del conjunto de circunstancias se desprende que el caso presenta vínculos más estrechos con la ley de un Estado distinto.

La primacía de las normas imperativas del foro que protegen un interés público está expresamente prevista en el Reglamento 593/2008. El art. 9 RRI titulado *Leyes de policía* sigue la línea del Convenio de

Roma de 1980 que en el art. 7 establecía que las disposiciones del Convenio no podía afectar a la aplicación de las normas de la ley del país del juez que rijan imperativamente la situación, cualquiera que sea la ley aplicable. Pese a que el texto comunitario toma como referencia la norma convencional, se observan modificaciones sustanciales. En primer lugar, se incluye una definición del término “leyes de policía” tomada de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia en los casos (C-369/96 y C-374/96)⁷⁸⁴. De acuerdo con el apartado 1 del art. 9 RRI una ley de policía es una norma cuyo cumplimiento el Estado considera esencial para la protección de sus intereses públicos, tales como la organización política, social o económica, hasta el punto de exigir su aplicación a toda situación comprendida dentro de su ámbito de aplicación sea cual fuera la ley aplicable al contrato. La definición tiene un alcance limitado y debe ser interpretada de forma restrictiva. El término no engloba todas las normas imperativas de la ley del foro, sino sólo los que tienen como objetivo salvaguardar el orden político, económico y social. Consecuentemente, fuera de su ámbito de aplicación quedan los intereses individuales de las partes del contrato. La norma proclama la soberanía estatal y está destinada a asegurar que el foro tiene la libertad de aplicar las normas internas que protegen los intereses públicos.

En las operaciones internacionales que tienen como objeto valores negociables las normas de policía son las disposiciones que regulan los mercados bursátiles. En algunos países para las transacciones de participaciones de sociedades en determinados sectores estratégicos es

⁷⁸⁴ Sentencia del TJCE de 23 de noviembre de 1999. - Procesos penales contra Jean-Claude Arblade y Arblade & Fils SARL (C-369/96) y Bernard Leloup, Serge Leloup y Sofrage SARL (C-376/96). Asuntos acumulados C-369/96 y C-376/96. Recopilación de Jurisprudencia 1999 p. I-8453, apartado 30. La definición de esta sentencia sirve de base para otras decisiones del Tribunal de Luxemburgo: Sentencia del TJCE Asunto C-319/06, apartados 29 y 30; Conclusiones del Abogado General Mengozzi presentadas el 23 de mayo de 2007, *Laval un Partneri Ltd contra Svenska Byggnadsarbetareförbundet, Svenska Byggnadsarbetareförbundets avdelning 1, Byggettan y Svenska Elektrikerförbundet*, Asunto C-341/05, Recopilación de Jurisprudencia 2007 p. I-11767; Conclusiones del Abogado General Bot presentadas el 20 de septiembre de 2006, *Dirk Ruffert contra Land Niedersachsen*, Asunto C-346/06, Recopilación de Jurisprudencia 2008; Sentencia del TJCE de 15 de marzo de 2001, Procedimiento penal entablado contra *André Mazzoleni e Inter Surveillance Assistance SARL*, civilmente responsable, con intervención de: Eric Guillaume y otros, Asunto C-165/98, Recopilación de Jurisprudencia 2001 página I-02189.

imprescindible el permiso de las autoridades nacionales⁷⁸⁵. El incumplimiento de las disposiciones imperativas puede llevar a la nulidad de las operaciones o a la prohibición del ejercicio de los derechos de voto.

La definición que ofrece el apartado 1 del art. 9 RRI tiene un alcance bastante amplio. Las autoridades nacionales pueden determinar, basándose en la soberanía estatal, los ámbitos políticos, económicos o sociales que representan un interés público y, por lo tanto, son merecedores de una regulación imperativa especial. Consecuentemente, sea cual fuera la ley aplicable a la compraventa de participaciones societarias, la solución del conflicto dependerá, en cierto modo, de las leyes de policía del foro. En este aspecto, las dificultades en prevenir el resultado final del litigio hace tan importante la posibilidad de elección del tribunal competente. La libertad de determinar con anticipación el tribunal permite a las partes conocer con anticipación las leyes de policía, lo que les proporciona un nivel relativamente alto de seguridad jurídica.

En segundo lugar, el Reglamento 593/2008 modifica significativamente el régimen de las normas imperativas de terceros Estados. El art. 7.1 del Convenio de Roma establecía de una forma muy general la posibilidad de que el tribunal competente tenga en cuenta la ley de otro Estado distinto de aquel cuya ley se aplica al contrato. La

⁷⁸⁵ En España, por ejemplo, en el sector energético las operaciones se controlan conjuntamente por la Comisión Nacional de Mercado de Valores y la Comisión Nacional de Energía que deben elaborar un informe dirigido al Consejo de Ministros que decide si autorizar o no la operación de compraventa de valores. En el marco de la UE las decisiones de las autoridades nacionales deben respetar las normas comunitarias de libre circulación de capitales- los arts. 48 y 56 TCE. Las medidas proteccionistas de los Estados Miembros y la correspondiente infracción del derecho comunitario ha dado lugar a numerosas sentencias del Tribunal de Justicia: Entre los casos más recientes que demuestran la falta absoluta de intenciones reformistas por parte de los gobiernos, no pueden dejar de mencionarse la Sentencia del TJCE de 6 de diciembre de 2007, asuntos *Federconsumatori* y otros (C-463/04) y *Associazione Azionariato Diffuso dell'AEM SpA* y otros (C-464/04) contra *Comune di Milano*; Sentencia del TJCE de 23 de octubre de 2007, Asunto C-112/05, Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania (la ley *Volkswagen*); Sentencia del TJCE de 2 de junio de 2005, Asunto C-174/04, Comunidades Europeas contra República Italiana; Sentencia del TJCE de 13 de mayo de 2003, Asunto C-463/00, Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino de España; Sentencia del TJCE de 4 de junio de 2002 Asunto C-503/99, Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino de Bélgica; Sentencia del TJCE de 4 de junio de 2002, Asunto C-483/99, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Francesa; Sentencia del TJCE de 4 de junio de 2002, Asunto C-367/98, Comisión de las Comunidades Europeas contra República Portuguesa, etc.

norma convencional no tenía carácter imperativo, sino que otorgaba al tribunal competente la posibilidad de decidir si dar efecto o no a las disposiciones legales de un tercer Estado. La aplicación de las normas imperativas de otro Estado depende de su naturaleza, de su objeto y de las circunstancias que se derivan de su aplicación. Es decir, en cada caso concreto el tribunal debe tomar en consideración las circunstancias y decidir si aplicar o no la normativa de un tercer Estado⁷⁸⁶. El Convenio de Roma permitía, debido al carácter controvertido de la norma, que los Estados hiciesen una reserva a este precepto. Tal posibilidad fue acogida por Alemania, Reino Unido, Irlanda, Portugal, Luxemburgo, Latvia y Eslovenia⁷⁸⁷. La principal dificultad que suponía para los tribunales competentes la aplicación de la disposición del art. 7.1 era determinar si normas concretas del Derecho de un tercer Estado tienen o no carácter imperativo⁷⁸⁸.

El texto comunitario ofrece una redacción más concreta, manteniendo, sin embargo, la posibilidad de que el tribunal competente decida si aplicar o no las normas imperativas de un tercer Estado. La novedad es que el art. 9.3 RRI limita significativamente las leyes que se pueden tomar en consideración. Se puede dar efecto a las leyes de policía del Estado o Estados en los que se deben cumplir las obligaciones que se derivan del contrato. Condición indispensable es que, de acuerdo con tales leyes, la ejecución del contrato sea ilegal. Para determinar estos detalles el tribunal competente debe apreciar la naturaleza y el objeto de las normas imperativas en cuestión, así como las circunstancias que se derivan de su aplicación o de su inaplicación.

A pesar de las modificaciones que tienen como objetivo concretar los criterios para el empleo de las normas imperativas de un tercer Estado, la redacción del art. 9.3 no elimina la inseguridad jurídica que causaba el art. 7.1 CR. El término “podrán darse efecto a las leyes de policía” no permite a las partes prevenir con una razonable certeza si el

⁷⁸⁶ Informa *Giuliano – Lagarde*, cit., p. 27

⁷⁸⁷ DICKINSON, Andrew, “Third-country mandatory rules in the law applicable to contractual obligations: so long, farewell, auf wiedersehen, adieu?”, *JPIL*, 2007, Vol. 3 No.1, pp. 53-88

⁷⁸⁸ *Idem*, p. 56

tribunal competente aplicará o no las normas imperativas políticas, económicas y sociales del Estado en el que se debe cumplir la obligación contractual.

En el ámbito de las operaciones internacionales que tienen como objeto valores negociables las leyes de policía de un tercer Estado no tienen un protagonismo especial⁷⁸⁹. En los casos en los que tales normas existan, éstas serán, predominantemente, de naturaleza penal o de Derecho público. La aplicación de las normas imperativas de un tercer Estado se puede efectuar en un único caso: sola y exclusivamente si no está en conflicto con las normas del Derecho interno. Es decir, el tribunal español puede decidir aplicar las disposiciones del Derecho penal o administrativo del Estado en el que la obligación contractual debe cumplirse si éstas normas no son contrarias a la normativa nacional⁷⁹⁰.

El tribunal español competente para conocer del asunto no aplicará la ley que, de acuerdo con el Reglamento Roma I, es de aplicación a la compraventa de acciones si ésta última ley es contraria al orden público español. Tal exclusión se establece en el art. 21 RRI que reafirma la protección del modelo político, económico y cultural de los Estados Miembros que preveía el art. 16 CR. En los casos de conflicto entre la normativa aplicable al contrato y el orden público del foro el tribunal competente aplicaría su Derecho interno. El orden público no se emplea en las transacciones internacionales de capitales esencialmente por las similitudes que existen entre la reglamentación de las economías de capital. Además, las normas internas de cada Estado contienen disposiciones de carácter imperativo destinadas a proteger el interés nacional.

⁷⁸⁹ SCHUSTER, Gunnar, “Securities transactions on or of- exchange”, *cit.* p. 88

⁷⁹⁰ *Idem*, p. 89

6. TRANSACCIONES INTERNACIONALES EN LOS MERCADOS BURSÁTILES

El Reglamento Roma I contiene normas que determinan la ley aplicable a las operaciones realizadas en los mercados bursátiles: se rige por la ley que regula dicho mercado. La regla se establece en dos disposiciones concretas- el art. 4.1. h) y el art. 6. 4. e) RRI. De acuerdo con los correspondientes apartados los contratos celebrados en un sistema multilateral se rigen por la ley del Estado que regula tal sistema. En el segundo supuesto, la protección especial a los consumidores no se aplica a los contratos celebrados en un mercado bursátil. Las operaciones realizadas en los mercados regulados se desarrollan, sin embargo, sobre la base de varias relaciones contractuales celebradas previamente entre los diferentes participantes. La cadena se compone, en primer lugar, por la relación entre la bolsa y el banco o el broker que está autorizado a realizar operaciones en un sistema multilateral. El último inversor no puede adquirir participaciones de una compañía directamente de la bolsa, sino que está obligado a contratar los servicios de un operador autorizado. Los servicios de compra y venta de participaciones de sociedades cotizadas se realizan por *brokers* o *dealers*, bancos o empresas financieras constituidas con este objetivo. Éste último, siempre que disponga de la autorización correspondiente, puede adquirir las participaciones o bien a nombre propio pero por cuenta ajena, o bien a nombre del inversor. La relación de prestación de servicios queda cubierta en cuanto a la determinación de la ley aplicable, por el art. 4.1.b) RRI que establece que dicho contrato se rige por la ley del Estado en el que el prestador de los servicios, es decir, el broker o el banco, tenga su residencia habitual.

Antes de poder operar en dichos mercados como intermediario el agente mantiene una relación con el mercado regulado. Los mercados bursátiles se regulan por normas imperativas del Estado en el que se sitúan. Consecuentemente, todas las personas que quieren realizar actividades mercantiles deben respetar las normas de acceso en dichos

mercados. Los agentes están obligados a cumplir las disposiciones de la normativa nacional para poder ser miembros y realizar operaciones. Si el mercado bursátil tiene el estatuto de una entidad privada, los intermediarios tienen las mismas obligaciones en cuanto a la participación y la operatividad: están obligados a cumplir las normas del mercado en el que actúan. La diferencia será la posibilidad de elegir la ley aplicable a la relación si las normas reguladoras lo permiten. En el caso en el que no se haya hecho elección de ley aplicable al contrato, se aplicará la ley que regula el mercado. La norma de conflicto de regula el supuesto es el art. 4.1.h) RRI. El contrato con el mercado bursátil obliga al agente a respetar las normas internas que lo regulan, lo que le permite adquirir y vender valores negociables en este mismo mercado. La relación entre la bolsa y el agente es un contrato celebrado en un sistema multilateral que reúne, según normas no discrecionales y regidas por una única ley, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros, tal como estipula el artículo 4, apartado 1, punto 17, de la Directiva 2004/39/CE, se regirá por dicha ley.

La norma no dice nada sobre las formas que emplea el intermediario para realizar las operaciones en los mercados regulados. Hoy en día una de las formas de adquirir participaciones de sociedades cotizadas desde cualquier lugar del mundo es a través de las diferentes plataformas de Internet. ¿Significa esto que una compañía con domicilio en Alemania puede operar en los mercados regulados españoles? Las normas imperativas del mercado regulan de manera rigurosa el acceso a dicho mercado. En España los intermediarios que operan en los mercados de valores son empresas autorizadas por la Comisión Nacional de Mercado de Valores. Pueden ser empresa de servicios de inversión (ESIs) (sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de carteras) o entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro o cooperativas de crédito) que deben figurar en el Registro Oficial de ESIs de la CNMV. El art. 71 bis LMV establece las condiciones que deben cumplir las sociedades de servicios de inversión autorizadas en otros

Estados Miembros. Dicha norma prevé que las personas jurídicas interesadas pueden operar en territorio español mediante una sucursal. En ningún caso el establecimiento de una sucursal pueda depender de una autorización previa. Consecuentemente, una empresa alemana puede prestar libremente servicios de inversión en España siempre cuando dispone de un establecimiento fijo en el territorio nacional. A las actividades de la sucursal en los mercados bursátiles españoles se le aplicará la ley española.

En cuanto a las compañías de terceros Estados, éstos pueden prestar servicios de inversión a través de una sucursal en territorio español, de acuerdo con el art. 71 quáter LMV, siempre que cumplan las condiciones de registro y dispongan de la previa autorización de las autoridades correspondientes- la CNMV. De forma expresa el apartado segundo del art. 71 quáter LMV establece que las empresas de servicio de inversión que operan en el mercado financiero español están sujetas a la Ley 24/1988, de 28 de julio de mercado de valores. La razón de tal obligación es la vinculación directa con el mercado bursátil. Por lo tanto, todos los operadores que ofrecen servicios de compraventa de participaciones de sociedades cotizadas, tanto nacionales como extranjeros, están obligados a respetar las condiciones de acceso de dichos mercados.

La normativa que regula el acceso y el funcionamiento de los mercados regulados rige, también, las relaciones entre sus miembros. Éstos últimos están obligados a respetar las normas y las condiciones que regulan las operaciones bursátiles. Estas normas regulan, asimismo, las operaciones que se efectúan entre los miembros del mercado bursátil.

Las personas jurídicas o físicas que no son miembros de un mercado financiero pueden realizar transacciones bursátiles sólo a través de una persona autorizada. El contrato celebrado entre el inversor y el miembro de la bolsa se debe diferenciar de la ejecución de

las instrucciones por el broker en el proceso de la operación. Ambas relaciones pueden estar sujetas a normas de diferentes Estados⁷⁹¹.

La relación entre el inversor y el broker, banco o una empresa de servicios de inversión, que tiene como objeto la compra de participaciones de sociedades cotizadas puede tener aspectos distintos. Si el intermediario dispone de una amplia cartera de valores puede vender al cliente parte de las participaciones de la sociedad cotizada. En el supuesto concreto se trata de una compraventa extra-bursátil. Los únicos elementos de vinculación con el mercado regulado son el hecho de que se trata de participaciones de una sociedad cotizada y que el precio de la venta es el precio oficial de cotización. Es una relación contractual que entra en el ámbito de aplicación del Reglamento Roma I. Consecuentemente, las partes pueden elegir la ley que rija el contrato. A falta de elección o, aunque la haya, ésta presenta vicios que la convierten en nula, el tribunal español competente de conocer del asunto determinará el ley aplicable sobre la base del art. 4.2. RRI. No será de aplicación en este supuesto la letra h) del art. 4.1. RRI puesto que se trata de una operación realizada fuera de un sistema multilateral, independientemente que el objeto del contrato son participaciones de una sociedad cotizada. Condición indispensable para la operatividad de la letra h) es que los contratos se hayan celebrado en un mercado financiero. Así pues, el apartado 2 del art. 4 RRI determina como aplicable a tal compraventa de acciones societarias la ley del Estado en el que tiene su residencia habitual la parte que debe realizar la prestación característica. La prestación característica es la obligación específica que determina el tipo de contrato. La compraventa extra-bursátil de valores negociables implica que el inversor debe pagar el precio oficial de las participaciones, mientras que el broker debe inscribir el cambio de la propiedad en el registro correspondiente. La prestación, sin embargo, que caracteriza el contrato es la venta de valores. Consecuentemente, la relación contractual se regirá por la ley

⁷⁹¹ *Idem*, p. 93

del Estado en el que el broker tiene su residencia habitual por ser la parte que debe efectuar la prestación característica.

Si, por contrario, el broker se compromete a actuar como simple intermediario, es decir, a adquirir las participaciones a nombre y por cuanta del cliente, entonces la prestación característica es el servicio financiero. En este caso, la ley aplicable se determina de acuerdo con el art. 4.1.b) RRI, que lleva a la ley del país en el que el intermediario tiene su administración central. En el caso en el que el contrato se celebra con una sucursal, la responsabilidad del broker se determina por la ley del Estado en el que se localiza dicha sucursal.

Si el inversor decide vender las acciones que tiene anotadas a su nombre, puede utilizar el mismo mecanismo: o bien, venderlas al broker, si el contrato entre ellos lo prevé expresamente, o bien, que éste último actúe como intermediario y los ofrezca en el mercado bursátil. Si las partes han acordado que el banco adquiriera las participaciones en su cartera, entonces se trata de una venta extra-bursátil. En este caso, a falta de elección, el tribunal español ha de acudir al apartado 2 del art. 4 que determina como aplicables en el supuesto analizado la ley del lugar en el que el inversor tiene su residencia habitual⁷⁹². Sin embargo, si el broker actúa como intermediario entre la bolsa y el vendedor la prestación característica no es la venta de valores sino el servicio que presta el intermediario al cliente para que éste pueda vender las participaciones. La ley aplicable, en este supuesto, es la ley del lugar en el que el broker tiene su residencia habitual o su administración central.

Cuando se trata de venta directa entre el broker y su cliente fuera de un mercado bursátil y éste último es una persona física, se aplicarán las normas de protección de consumidores. Si el banco opera en el Estado en el que reside su cliente o dirija por cualquier medio a este país sus actividades financieras, a falta de (válida) elección la ley que regulará la responsabilidad de cada una de las partes es ley Estado en el que reside el consumidor. La protección especial se aplicará,

⁷⁹² *Idem*, p. 93

asimismo, en los casos en los que es el broker actúa como intermediario, siempre y cuando los servicios se deben prestar en el Estado en el que reside el cliente. Si se prestan exclusivamente en un Estado distinto de aquel, la ley que regula la relación contractual, de acuerdo con el art. 4.1.b) RRI, será la ley del Estado en el que el broker tiene su administración central o establecimiento, si el servicio se presta por una sucursal.

En la práctica el supuesto se desarrolla de la siguiente manera. En una situación, por ejemplo, en la que el cliente reside en España y contrata los servicios financieros de la sucursal londinense de una compañía norteamericana para la compraventa de valores de la bolsa de Nueva York (*NYSE*). Si el contrato entre el cliente y la sucursal en Londres prevé que éste actuará como agente y las partes no eligen la ley que regule su relación contractual, la ley aplicable será la ley inglesa.

El ejemplo no especifica la naturaleza de la persona que contrata los servicios financieros. En el caso comentado, sin embargo, el carácter de la parte contratante no influye a la hora de determinar la ley aplicable. Si el cliente es persona jurídica, la relación contractual se regula, de acuerdo con el art. 4.1.b) RRI, por la ley inglesa. ¿Y si quien contrata los servicios financieros es una persona física? La normativa española será la ley que regula el contrato sola y exclusivamente en el caso en el que la sucursal londinense ha realizado actos publicitarios en España a través de la prensa, de los medios de comunicación o Internet, que gracias a la publicidad realizada el inversor español ha contratado sus servicios y el servicio se haya prestado en España. Solamente en este caso se activa el supuesto del art. 6.1 RRI, lo que permite al tribunal competente aplicar la ley española por ser la ley del Estado en el que el consumidor reside habitualmente.

De acuerdo con el contrato de servicios financieros el broker se obliga a realizar las transacciones necesarias cumpliendo las órdenes del cliente que, por su parte, debe pagar el precio pactado. En cuanto a la adquisición concreta de los valores, es posible que la sucursal de Londres subcontrate a un broker, miembro de la *NYSE* o que la matriz

misma sea miembro de la bolsa⁷⁹³. La sucursal de Londres cumple su obligación contractual adquiriendo las participaciones societarias desde la bolsa de Nueva York. Consecuentemente, el servicio no se presta en España, lo que significa que el art. 6.1 RRI no opera. En este caso, la ley que regirá la relación contractual entre el cliente español y la empresa de servicios de inversión es la ley inglesa.

La normativa que regula el mercado bursátil no interviene. Esta ley regula el funcionamiento de dicho mercado y las operaciones que se realizan en él. Consecuentemente, será la que se aplicará al contrato de adquisición de valores de la bolsa realizadas por el broker. Pero no se aplica a la relación entre el cliente y el agente. La operación de adquisición de valores de una compañía que cotiza en bolsa siempre se realiza con la intermediación de un profesional. Así que, la transacción se compone por dos tipos de contratos: el contrato de servicios de inversión entre el cliente y el broker y el contrato de adquisición de las participaciones societarias. El único vínculo entre ambos es el intermediario que opera en dos situaciones jurídicas diferentes. Por lo tanto, la ley del Estado de Nueva York no se aplica a la relación entre el broker y el cliente. Ésta se rige por la ley inglesa.

7. LOS CONSEJOS DE INVERSIÓN COMO SERVICIOS FINANCIEROS

7.1. RELACIÓN CONTRACTUAL

Dentro del proceso de adquisición de valores papel particular juegan los consejos financieros. En ocasiones el intermediario que proporciona los servicios de inversión es el que aconseja su cliente sobre determinadas operaciones financieras. No obstante, hay situaciones en las que él que da los consejos financieros no es el broker que realiza la adquisición, sino un tercero cuya relación con el inversor se limita tan sólo a la prestación de datos y opiniones profesionales

⁷⁹³ *Idem*, p. 95

sobre el funcionamiento de los mercados financieros. En este caso hay dos relaciones contractuales distintas. La primera es entre el inversor y la persona que le proporciona información y le aconseja cuando y en qué productos financieros invertir. En segundo lugar, para la realización de la operación el inversor contrata los servicios de una persona jurídica especializada en este tipo de transacciones. En ambos casos se trata de contratos de servicios financieros, pero el objeto concreto y la parte contratante difieren. Consecuentemente, la ley aplicable al contrato de servicios financieros que tiene como objeto la prestación de información profesional sobre los mercados financieros puede ser distinta de la ley aplicable al contrato que tiene como objeto los servicios del broker.

Los consejos financieros como un tipo de servicios financieros son una de las materias cubiertas por el Reglamento 593/2008. Consecuentemente, si las partes no han elegido una ley que regule su relación o en defecto de elección, el contrato se regirá por la ley que del Estado en el que el prestador del servicios tiene su residencia habitual (art. 4.1.b) RRI). Así que, si el cliente reside en Francia y contrata los servicios de una compañía cuya administración central está en Londres, buscando opinión profesional sobre las posibilidades de inversión, las controversias que surgen a lo largo de la relación contractual quedan sometidas a la ley inglesa.

Sin embargo, el cuadro varía en el caso en el que el cliente es un consumidor y el profesional realiza sus actividades comerciales en el país donde el consumidor tiene su residencia habitual, o por cualquier medio haya dirigido y realiza estas actividades a ese país y el contrato estuviera comprendido en el ámbito de dichas actividades. En este supuesto la ley aplicable a la relación contractual es la del Estado en el que el consumidor tiene su residencia habitual. Consecuentemente, si el cliente es una persona física residente en Barcelona que quiere invertir sus ahorros en participaciones societarias, contrata los servicios financieros de una compañía que tiene su administración central en Dusseldorf y el contrato se ha celebrado gracias a la publicidad que la

empresa alemana ha realizado en la prensa española, la relación contractual, a falta de elección (válida) se regirá por la ley española. Será, asimismo, aplicable la ley española en el caso en el que el profesional se ha desplazado hasta Barcelona y ha prestado allí los servicios contratados. No obstante, si el inversor, persona física es el que viaja a Dusseldorf en busca de consejos financieros y es allí donde se le proporciona la información sobre las posibilidades de inversión, la ley que rige el contrato será la ley alemana. El consumidor en este supuesto se desplaza hasta el país en el que está la administración central del profesional y el servicio se presta en dicho estado. En este caso, el art. 4.1.b) RRI determina como aplicable a la relación contractual la ley del país en el que el prestador de servicios tiene su residencia habitual- la ley alemana.

¿Cuál es la ley aplicable, sin embargo, en el caso en el que el cliente recibe la información financiera y los consejos de inversión por teléfono, fax o por correo electrónico? A falta de elección (válida) de la ley aplicable cuando el cliente es otro profesional, el art. 4.1.b) RRI determina como tal la ley del Estado en el que el prestador de servicios tiene su administración central. Así que será de aplicación la ley holandesa cuando el cliente, una compañía con administración central en París busca opinión profesional de inversión y recibe la información por teléfono.

Si el cliente es una persona física y ha buscado los consejos financieros de una compañía que tiene su residencia habitual en otro Estado, la solución es la misma. La letra b) del art. 4.1. RRI determina como aplicable en el ejemplo adaptado la ley holandesa. ¿Cuál es la solución, sin embargo, cuando es la compañía de Holanda la que promociona sus servicios en Francia gracias a lo cual celebra un contrato con el inversor, persona física, que reside allí y le presta el servicio por correo electrónico? ¿Opera o no en este caso la protección especial del art. 6 RRI? Si se considera que el servicio está prestado exclusivamente en un Estado distinto del país en el que el consumidor

tiene su residencia habitual, de acuerdo con el apartado a) del art. 6.4. a) RRI, la protección no opera. Si no, la relación contractual se regirá por la ley del Estado en el que el inversor tiene su residencia habitual. Es decir, será de aplicación la ley francesa.

El elemento determinante en el apartado a) del art. 6.4. RRI no son las partes, sino el servicio. Es decir, lo que determina la operatividad del precepto no es el lugar en el que se encuentran las partes en el momento del cumplimiento de la obligación contractual, sino el lugar en el que se tiene que prestar el servicio. Determinante aquí es el carácter específico del objeto de la relación contractual que requiere que el cumplimiento de la obligación se realice *exclusivamente* en un Estado distinto del país en el que reside el consumidor. El país en el que las partes tienen su residencia habitual es un factor del todo irrelevante. Entonces, en el ejemplo dado es imprescindible especificar si el factor determinante es la información sobre los mercados financieros y los consejos de inversión o la distancia. Los consejos financieros como un tipo de servicio no presentan particularidades que obligan a que sean prestadas exclusivamente en un país distinto del Estado en el que reside el consumidor. El hecho de que la obligación contractual se cumple a través de un medio de comunicación a distancia (teléfono, fax, correo, e-mail) no significa que el servicio se presta de forma *exclusiva* en un Estado distinto del país en el que reside habitualmente el inversor. En el supuesto comentado es la distancia física entre las partes y no el objeto del contrato la que determina el medio de comunicación. Por estas razones, el apartado a) del art. 6.4. RRI no se puede aplicar a los consejos financieros.

Consecuentemente, la ley aplicable se determinará aplicando las normas de conflicto generales sobre los contratos de prestación de servicios. Así que, en el caso en el que la empresa holandesa haya promocionado sus actividades profesionales en Francia y gracias a la publicidad realizada en este Estado el inversor que reside habitualmente en París contrata sus servicios que se prestan a distancia a través de un medio de comunicación la ley aplicable a falta

de elección (válida) será la ley francesa. Si el inversor que reside en Francia es él que busca los servicios financieros de una empresa con administración central en Ámsterdam y ésta le proporciona los consejos por fax, la relación contractual se regulará por la ley holandesa, por se la ley del Estado en el que tiene su administración central el prestador de los servicios.

7.2. RESPONSABILIDAD DERIVADA DE UN PERJUICIO EXTRA CONTRACTUAL

En el caso en el que el broker haya aconsejado al inversor sobre una determinada operación y como consecuencia el cliente pierda su inversión, los daños que se producen son daños extracontractuales. En el ámbito de los contratos relacionados con la adquisición de valores negociables se distinguen dos supuestos- daños por mala gestión de negocios y el enriquecimiento sin causa.

El primer supuesto se presenta cuando el intermediario actúa sin la debida autorización del inversor y, como consecuencia, le provoca la pérdida total o parcial del capital invertido. El enriquecimiento injusto se produce cuando como consecuencia de los consejos financieros del broker el cliente pierde parte o la totalidad del capital invertido. Este es el caso que da origen a la sentencia del Tribunal de Justicia en los asuntos *Rudolf Kronhofer contra Marianne Maier y Kalfelis contra Schröder*⁷⁹⁴. En ambas demandas los afectados declaran haber perdido una parte del capital invertido por falta de información suficiente y pertinente acerca de los riesgos que conlleva la operación. Los asuntos tienen como objetivo la interpretación del art. 5.3 R 44/01. Sin embargo, la articulación entre el Reglamento 44/2001, el Reglamento 593/2008 y el Reglamento 864/2007 relativo a la ley aplicable a las

⁷⁹⁴ Sentencia del Sentencia del TJCE de 10 de junio de 2004, *Rudolf Kronhofer contra Marianne Maier y otros* Asunto C-168/02, Recopilación de Jurisprudencia 2004 página I-6009. El asunto tiene como objetivo la interpretación del art. 5.3 R 44/01. Sentencia del TJCE de 27 de septiembre de 1988, *Athanasios Kalfelis contra Banco Schroeder, Muenchmeyer, Hengst & co. y otros*, Asunto 189/87

obligaciones extracontractuales (Roma II) permite dar como ejemplo el caso, a pesar de que el TJCE no se pronuncia sobre la ley aplicable.

En los dos casos que dan origen a las sentencias mencionadas, hay una relación contractual de servicios financieros entre las partes. Los inversores afectados alegan incumplimiento por parte de los demandados de la obligación de información y que el comportamiento de éstos últimos, contrario a los buenos costumbres, les ha causado la pérdida total o parcial del capital invertido. Fundamentan su demanda en el enriquecimiento sin causa de los demandados y piden la devolución de la suma invertida. En consecuencia, para determinar la ley aplicable es de aplicación el Reglamento 864/2007 relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II)⁷⁹⁵.

⁷⁹⁵ AMORES CONRADI, Miguel Angel, TORRALBA MENDIOLA, Elisa Carolina, “Difamación y “Roma II””, *AEDIPR*, 2007, pp. 251-265; ARENAS GARCÍA, Rafael, “La regulación de la responsabilidad precontractual en el Reglamento Roma II”, *AEDIPR*, 2007, pp. 315-339, *Indret*, 2008, [www.indret.com, ssrn.com/abstract=1370290](http://www.indret.com/ssrn.com/abstract=1370290); ARONS, Tomas, ““All roads lead to Rome’: Beware of the consequences! The law applicable to prospectus liability claims under the Rome II Regulation”, *NIPR*, 2008, no. 4, p. 481-487; BALLARINO, Tito, “El derecho “Antitrust” comunitario y el art. 6 del reglamento “Roma II” (Régimen conflictual y territorial, efecto directo)”, *AEDIPR*, pp. 407-420; BOUZA VIDAL, Nuria, “Aspectos actuales de la autonomía...”, *cit.*, pp. 32-91; CALVO CARAVACA, Alfonso-Luis, CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier, *Las Obligaciones Extracontractuales en Derecho Internacional Privado*, Comares, 2008; CALVO CARAVACA, Alfonso-Luis, CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier, “El Reglamento “Roma II”: reglas generales sobre determinación de la Ley aplicable a las obligaciones extracontractuales”, *RCDI*, n° 85, N° 712, 2009, pp. 835-908; CARBALLO PIÑEIRO, Laura, “Derecho de competencia, intereses colectivos y su proyección procesal: observaciones a propósito del art. 6 del reglamento “Roma II””, *AEDIPR*, pp. 465-495; DE MIGUEL ASENSIO, Pedro Alberto “La lex loci protectionis tras el Reglamento Roma II”, *AEDIPR*, 2007, VII. pp. 375-406; DICKINSON, Andrew, *The Rome II Regulation. The Law Applicable to Non-Contractual Obligations*, 2008, Oxford Private International Law ECHOUD, Mireille M.M. van, “The Position of Broadcasters and Other Media under the Proposed EC ‘Rome II’ Regulation on the Law Applicable to Non-Contractual Obligations”, *IRIS plus*, No. 2006-10, 2006, [SSRN-id973774.pdf](http://ssrn.com/abstract=973774); ENGELEN, Dick van, “Rome II and intellectual property rights: Choice of law brought to a standstill”, *NIPR*, 2008, no. 4, p. 440-448; FACH GÓMEZ, Katia, “Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (“Roma II”)”, en Calvo Caravaca, Alfonso Luis (dir.), Areal Ludeña, Santiago (dir.), *Cuestiones actuales del derecho mercantil internacional*, 2005, pp. 519-534; FERNÁNDEZ MASÍÁ, Enrique, Primeras consideraciones sobre el Anteproyecto de Reglamento sobre la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II), *Actualidad Civil*, N.º 34; FUENTES MAÑAS, José Blas, “La regla “Lex Loci Delicti Commissi” y normas localizadoras especiales en el reglamento “Roma II””, *AEDIPR*, 2007, pp. 341-352; GARAU JUANEDA, Luis, “La conveniencia de una denuncia por parte de España del convenio de La Haya de 1971 sobre responsabilidad civil derivada de los accidentes de circulación”, *AEDIPR*, 2007, pp. 497-504; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “Un apunte sobre la llamada “regla general” en el reglamento “Roma II””, *AEDIPR*, 2007, pp. 241-250; GIL NIEVAS, Rafael, “El proceso negociador del reglamento “Roma II”: obstáculos y resultados”, *AEDIPR*, 2007, pp. 109-185; HEREDIA CERVANTES, Iván, “Las deficiencias de la regla de responsabilidad múltiple del reglamento “Roma II””, *AEDIPR*, 2007, pp. 277-285; IGLESIAS BUHIGUES, José Luis, “El largo camino del reglamento “Roma II””, *AEDIPR*, 2007, pp. 97-108; JIMÉNEZ BLANCO, Pilar, “El régimen de las acciones directas en el reglamento de “Roma II””, *AEDIPR*, 2007, pp. 287-313; KADNER GRAZIANO, Thomas, “The Rome II Regulation and the Hague Conventions on Traffic Accidents and Product Liability – Interaction, conflicts and future perspectives”, *NIPR*, 2008, no. 4, p. 425-429; KRAMER, Xandra E., “The Rome II Regulation on the Law Applicable to

El legislador comunitario reconoce en el Considerado 11 que “el concepto de obligación extracontractual varía en cada Estado Miembro. Por esta razón, a efectos del Reglamento Roma II, la noción de obligación extracontractual deberá entenderse como un concepto autónomo. Las normas de conflicto de leyes contenidas en el presente Reglamento deben aplicarse también a las obligaciones extracontractuales basadas en la responsabilidad objetiva”. En este contexto, el art. 3 RRII entiende por “daño” todas las consecuencias resultantes de un hecho dañoso, el enriquecimiento injusto, la gestión de negocios o la *culpa in contrahendo*. Los daños que sufre el inversor en los ejemplos entran en el ámbito de aplicación del Reglamento. Los consejos para la adquisición de participaciones societarias no están expresamente mencionados en el art. 1.2 RRII⁷⁹⁶.

Non-Contractual Obligations: The European private international law tradition continued. Introductory observations, scope, system, and general rules”, *NIPR*, 2008, no. 4, pp. 414 – 424, disponible en SSRN-id1314749.pdf; LEIBLE, Stefan, “El alcance de la autonomía de la voluntad en la determinación de la ley aplicable a las obligaciones contractuales en el reglamento “Roma II””, *AEDIPR*, 2007, pp. 219-239; LÓPEZ- TARREUELLA MARTÍNEZ, Aurelio, “Especial referencia al Reglamento Roma II sobre la ley aplicable a las obligaciones no contractuales”, <http://www.uaipit.com/archivos/2009/uaipit20090206-AurelioLopezTarruella.pdf>; MARI, Luigi, “La subrogación en el reglamento (CE) nº 864/2007: aspectos problemáticos”, *ANUARIO ESPAÑOL DE DERECHO INTERNACIONAL PRIVADO*, pp. 267-276; Palau Morena, Guillermo, *Responsabilidad civil extracontractual en el derecho europeo*, 2008, Tirant lo Blanch; PEREZNIETO CASTRO, Leonel, “La responsabilidad extracontractual en México y las nuevas leyes sobre la materia”, *AEDIPR*, 2007, pp. 369-373; PITEL, Stephen, “Choice of law for unjust enrichment: Rome II and the common law”, *NIPR*, 2008, no. 4, p. 456-463; RODRÍGUEZ PINEAU, Elena, “Ley aplicable a la responsabilidad derivada de actos contrarios a la libre competencia”, *AEDIPR*, 2007, pp. 447-464; ROSENKRANZ, Timo /ROHDE, Eva, “The law applicable to non-contractual obligations arising out of acts of unfair competition and acts restricting free competition under Article 6 Rome II Regulation”, *NIPR*, 2008, no. 4, p. 435-439; SANCHO VILLA, Diana, “Exclusión de la responsabilidad del estado por actos “Iure Imperii” en Roma II: consideraciones sobre la aplicación del reglamento a la responsabilidad del estado por actos “Iure Gestiones””, *AEDIPR*, 2007, pp. 353-368; SCHWARTZE, Andreas, “A European regime on international product liability: Article 5 Rome II Regulation”, *NIPR*, 2008, no. 4, p. 430-334; SYMEONIDES, Symeon C., “Rome II and Tort Conflicts: A Missed Opportunity”, *AJCL*, Vol. 56, 2008; UBERTAZZI, Benedetta, “El reglamento CE sobre las pruebas y la descripción de la violación de los derechos de propiedad intelectual”, *AEDIPR*, 2007, pp. 421-445; VOLDERS, Bart, “Culpa in contrahendo in the conflict of laws: A first appraisal of Article 12 of the Rome II Regulation”, *NIPR*, 2008, no. 4, *NIPR*, 2008, p. 464; ZHANG, Mo, “Party Autonomy in Non-Contractual Obligations: Rome II and its Impacts on Choice of Law”, *SHLR*, Vol. 39, 2009, Temple University Legal Studies Research Paper No. 2009-15

⁷⁹⁶ Dicha norma establece las siete tipos de obligaciones extracontractuales que se excluyen del ámbito de aplicación del texto comunitario- las derivadas de relaciones familiares (letra a); las derivadas del régimen económico matrimonial, los testamentos y las sucesiones (letra b); las que se derivan de las relaciones entre fundadores, administradores y beneficiarios de un trust (letra c); las derivadas de un daño nuclear (letra d); los daños que se producen por violación de los derechos de la personalidad, en particular, por difamación. Quedan excluidas las obligaciones extracontractuales que se derivan de letras de cambio, cheques y pagarés, así como otros instrumentos negociables en la medida en que las obligaciones nacidas de estos últimos instrumentos se deriven de su carácter negociable. La letra c) del art. 1.2 RRII tiene la misma redacción que la letra c) del art. 1.2 RRI.

El Reglamento Roma II tiene carácter universal, de acuerdo con el art. 3, es decir, la ley designada se aplica aunque no sea la de un Estado Miembro. De esta manera, el Reglamento se aplica tanto para relaciones intracomunitarias como extracomunitarias⁷⁹⁷. El alcance universal del texto comunitario reemplaza a las normas de conflicto nacionales, en el caso español, el art. 10.9 CC⁷⁹⁸. La norma interna sigue siendo aplicable en los casos que no entran en el ámbito de aplicación del RRII, en concreto, en supuestos de difamación. Consecuentemente, la ley aplicable a un daño extracontractual relacionado con la adquisición de participaciones societarias en los mercados financieros internacionales se determina por el Reglamento 864/2007. El texto comunitario prevé la posibilidad de las partes de elegir la ley aplicable a su relación (art. 14). A falta de elección (válida), la ley aplicable se determina por las normas previstas en el art. 4, salvo, si se dan algunos de los supuestos especiales previstos en el Reglamento. En los casos comentados, se aplican las disposiciones sobre enriquecimiento sin causa y la gestión de negocios.

7.2.1. AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD

La libertad de las partes a elegir la ley aplicable a su relación extracontractual se establece en el art. 14 RRII⁷⁹⁹. La elección obedece a una serie de reglas que las partes deben cumplir y que determinan la

La interrelación entre ambos textos comunitarios permite aplicar al segundo las razones de exclusión aplicados para el primero. En este contexto, *vid.* Sección II, punto 1 del presente Capítulo. En último lugar, se excluyen las obligaciones extracontractuales que se derivan del Derecho de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, relativas a cuestiones como la constitución, mediante registro o de otro modo, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, de la responsabilidad personal de los socios y de los administradores como tales con respecto a las obligaciones de la sociedad u otras personas jurídicas y de la responsabilidad personal de los auditores frente a una sociedad o sus socios en el control legal de los documentos contables. Estos temas se regulan por la *lex societatis*. *Vid.* Sección I punto 4 del presente Capítulo.

⁷⁹⁷ ECHOUD, Mireille M.M. van, "The Position of Broadcasters...", *cit.*, p. 5; FUENTES MAÑAS, José Blas, "La regla "Lex...", *cit.*, p. 345; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "Un apunte sobre...", *cit.*, p. 242; ZHANG, Mo, "Party Autonomy in Non-Contractual...", *cit.*, p. 33 y sigs.

⁷⁹⁸ *Idem.*

⁷⁹⁹ BOUZA VIDAL, Nuria, "Aspectos actuales de la autonomía de la voluntad...", *cit.*, pp. 32-91; LEIBLE, Stefan, "El alcance de la autonomía de la voluntad...", *cit.*, p. 220

validez del pacto. La primera se refiere al momento en el que se hace la elección. La norma, en su apartado 1, permite a las partes determinar la ley que rija su relación tanto antes de la producción del hecho dañoso (letra b), como después de que éste ocurriera (letra a). En segundo lugar, se establece una condición de formalidad. La elección se hace mediante un acuerdo entre las partes. Dicho acuerdo puede ser *ex post* o *ex ante*. El primero se celebra después de que se haya producido el hecho dañoso, mientras que el segundo requiere una relación comercial previa entre las partes⁸⁰⁰.

La norma comunitaria no establece condiciones especiales en relación con la forma del acuerdo, lo que permite que la elección se haga tanto de forma expresa, con una cláusula por escrito, como tácita, es decir, “resulta de manera inequívoca de las circunstancias del caso”. La reglamentación coincide con la redacción del art. 3.1 RRI⁸⁰¹. La interacción entre ambos textos permite aplicar la doctrina y la jurisprudencia existente. La elección que las partes hacen no puede, sin embargo, perjudicar los derechos de terceros.

Las partes pueden, asimismo, de acuerdo con el art. 14 RRII, determinar la ley aplicable después de que la pérdida se haya producido. En este contexto, art. 24 RRII prevé que “cuando el presente Reglamento establezca la aplicación de la ley de un país, se entenderá por tal las normas jurídicas vigentes en ese país con exclusión de las normas de Derecho internacional privado”. Ambas normas hablan del Derecho vigente en un Estado Miembro, lo que excluye la elección de un Derecho no estatal⁸⁰².

⁸⁰⁰ LEIBLE, Stefan, “El alcance de la autonomía de la voluntad...”, *cit.*, p. 223; ZHANG, Mo, “Party Autonomy in Non-Contractual...”, *cit.*, p. 36

⁸⁰¹ Art. 3.1 RRI: El contrato se regirá por la ley elegida por las partes. Esta elección deberá manifestarse expresamente o resultar de manera inequívoca de los términos del contrato o de las circunstancias del caso.

⁸⁰² ANCEL, Bernard “Autonomía de la voluntad y Derecho material del comercio internacional en los Convenios de Roma y México”, *AEDIPR*, Tomo II, 2002, p. 33-45; BOUZA VIDAL, Nuria, “Aspectos actuales de la autonomía de la voluntad...”, *cit.*, pp. 47-56; CALVO CARAVACA, Alfonso Luis, CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier, “El Reglamento “Roma II”...”, *cit.*, p. 876; DURÁN AYAGO, Antonia, “Autonomía de la voluntad y régimen comunitario de competencia judicial internacional en los contratos de seguro: comentario a la stjce de 12 de mayo de 2005, asunto C-112/03, société financière et industrielle du peloux”, *Estudios sobre contratación internacional* / coord. por Calvo Caravaca, Alfonso Luis Carrascosa González, Javier, 2006, pp. 179-192; FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos, *Ius mercatorum*.

El Reglamento impone una limitación a la libertad de las partes de escoger la ley aplicable. El art. 14.2 establece que cuando se produce el hecho que genera el daño y todos los elementos pertinentes de la situación están situados en un Estado distinto de aquel cuya ley se elige, la elección de las partes no impedirá la aplicación de las disposiciones de la ley de ese otro país cuya aplicación no pueda excluirse mediante acuerdo. La elección de las partes no puede perjudicar la aplicación de las normas imperativas del estado con el que las circunstancias del caso mantienen conexión especial. En este contexto el art. 16 RRII prevé que las disposiciones del presente Reglamento no afectarán a la aplicación de las disposiciones de la ley del foro en aquellas situaciones en que tengan carácter imperativo, cualquiera que sea la ley aplicable a la obligación extracontractual. El mismo principio se aplica cuando la ley elegida es contraria al orden público. El art. 26 RRII establece que el Derecho elegido se excluirá sólo si es manifiestamente contrario al orden público. Las normas establecen dos condiciones cumulativas. Las disposiciones de la ley elegida deben, en primer lugar, ser *incompatibles* con el orden público. En segundo lugar, tal incompatibilidad debe ser *manifiesta*.

A pesar de las limitaciones que impone el Reglamento Roma II, la trascendencia del art. 14 RRII es indiscutible. De igual manera que el Reglamento Roma I/ Convenio de Roma de 1980, la norma comunitaria establece una amplia libertad de las partes a determinar la ley que mejor defiende sus intereses. El principio de la autonomía de la voluntad se aplica sin problemas en las relaciones contractuales. No

Autorregulación y unificación del Derecho de los negocios transnacionales, Madrid: Consejo General del Notariado, 2003, p. 90. El autor sostiene que: “En consecuencia, la delimitación entre autonomía material o conflictual debe ser superada, admitiendo la posibilidad de que las partes designen como *lex contractus* un ordenamiento no estatal, sin perjuicio de que quepa una designación, subjetiva u objetiva, de un Derecho estatal como sistema residual de cierre o de coberturas de las lagunas de reglamentación no estatal”; FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos, “*Lex mercatoria* y autonomía conflictual en la contratación transnacional”, *Anuario de Derecho Internacional Privado*, tomo. IV, 2004, pp. 35-78; JUENGER, Friedrich K./ SÁNCHEZ LORENZO, Sixto, “Conflictualismo y *lex mercatoria* en el Derecho internacional privado”, *Revista española de derecho internacional*, Vol. 52, Nº 1, 2000, pp. 15-48; LEIBLE, Stefan, “El alcance de la autonomía de la voluntad...”, *cit.*, p. 233; LÓPEZ RODRÍGUEZ, Ana María, “Autonomía de la voluntad y nueva “*lex mercatoria*” en el futuro derecho conflictual europeo”, *Hacia un derecho conflictual europeo: realizaciones y perspectivas: Verso un diritto internazionale privato europeo: risultati e prospettive*/coord. por DI FILIPPO, Marcello/CAMPUZANO Díaz, Beatriz/RODRÍGUEZ BENOT, Andrés/ RODRÍGUEZ VÁZQUEZ/María Angeles, 2008, pp. 43-63

supondrá dificultades diferentes de las habituales en los supuestos cuando el hecho generador del daño se ha producido. El inversor y el intermediario ya conocen las consecuencias negativas y el perjuicio que se ha causado, lo que les permite valorar el tipo de daño y así elegir el Derecho que mejor se adapta a sus intereses. Sin embargo, se ha puesto en duda la eficacia del acuerdo *ex ante*⁸⁰³. Se estima que las partes que desarrollan actividades comerciales no pueden saber con antelación el tipo de daño extracontractual que se puede producir. No se debe olvidar, sin embargo, que hay una relación contractual existente entre el cliente y el intermediario y el daño que se produce, la pérdida del dinero invertido, está relacionado de alguna manera con el contrato de servicios de inversión. Los consejos financieros relacionados con la adquisición de participaciones societarias en los mercados financieros internacionales no se contemplaban en el contrato que celebran las partes. Sin embargo, están directamente relacionados con el objeto del contrato. Por esta razón, si el inversor y el broker/ banco establecen las condiciones y los límites de su relación contractual, determinando el tribunal competente y el Derecho aplicable en caso de controversia, ¿Por qué no determinar la ley aplicable en caso de daños extracontractuales? La elección del Derecho aplicable *ex ante* permite a las partes conocer con anticipación la normativa que regulará su relación extracontractual antes de que el hecho daños se haya producido, lo que, sin lugar a duda, incrementa la seguridad jurídica en el tráfico internacional⁸⁰⁴.

⁸⁰³ ZHANG, Mo, "Party Autonomy in Non-Contractual...", *cit.*, p. 41; SYMEONIDES, Symeon C., "Rome II and Tort Conflicts...", *cit.*, p. 215

⁸⁰⁴ CALVO CARAVACA, Alfonso Luis, CARRASCOSA GONZÁLEZ, Javier, "El Reglamento "Roma II"...", *cit.*, p. 837; DICKINSON, Andrew, *The Rome II Regulation...*, *cit.*, pp. 539-567; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., "La unificación del derecho conflictual en Europa: el Reglamento sobre ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II)", *Diario La Ley*, 2007, pp. 8-9; LEIBLE, Stefan, "El alcance de la autonomía de la voluntad...", *cit.*, p. 224; PALAU MORENA, Guillermo, *Responsabilidad civil extracontractual en el derecho europeo*, 2008, Tirant lo Blanch; ZHANG, Mo, "Party autonomy in non-contractual...", *cit.*, p. 41-42

7.2.2. LEY APLICABLE A FALTA DE ELECCIÓN (VÁLIDA)

En el caso en el que el inversor y el intermediario no hayan escogido la ley aplicable a su relación extracontractual o tal elección no sea válida, el Derecho aplicable se determina por las reglas previstas en los arts. 10 y 11 RRII.

El art. 10 RRII establece que “cuando una obligación extracontractual que se derive de un enriquecimiento injusto... concierna a una relación existente entre las partes, como por ejemplo la derivada de un contrato o un hecho dañoso, estrechamente vinculada a ese enriquecimiento injusto, la ley aplicable será la ley que regule dicha relación”. La ley que rige el contrato se aplica sólo si el enriquecimiento injusto está estrechamente vinculado con una relación contractual previa entre las partes⁸⁰⁵. En cuanto a los servicios financieros, el enriquecimiento injusto se puede producir en relación con un contrato de tenencia y transfer de participaciones societarias entre el inversor y el intermediario. Como consecuencia de los consejos financieros del broker, el cliente pierde una parte o la totalidad del capital invertido. El enriquecimiento injusto se produce por el hecho de que el intermediario cobra una comisión por los servicios que realiza, que en caso de pérdida del capital invertido el cliente pretende recuperar. La ley aplicable, de acuerdo con el art. 10.1 RRII, es la ley que regula el contrato. La ley que rige el contrato, en el presente supuesto, se determina por el Reglamento Roma I y se ha analizado en los apartados anteriores.

El apartado 2 del art. 10 RRII establece que si la ley que rige el contrato no puede ser determinada y las partes tienen su domicilio en el mismo Estado en el momento en el que se produce el hecho que da lugar al enriquecimiento sin causa, se aplica la ley de dicho país. En

⁸⁰⁵ CHONG, Adeline, “Choice of law for unjust enrichment/restitution and the Rome II Regulation”, *ICLQ*, vol. 57, 2008, pp. 863–898; Dickinson, Andrew, *The Rome II Regulation...*, *cit.*, pp. 427-523; ESTEVE GONZÁLEZ, Lydia, *Ley aplicable al enriquecimiento sin causa en el derecho internacional privado español*, Madrid: Eurolex, DL 1998; ESTEVE GONZÁLEZ, Lydia, “El enriquecimiento injusto y sin causa y la “calificación autónoma” del supuesto de hecho del artículo 10.9.III del Código civil español”, *RDP*, Año nº 83, 1999, pp. 705-722; ESTEVE GONZÁLEZ, Lydia, “Proyección en el sector del derecho aplicable de las distintas concepciones de enriquecimiento sin causa”, *ADC*, Núm. LIII-2, Abril 2000, pp. 511- 551; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “La unificación del derecho conflictual...”, *cit.*, p. 18

defecto de residencia común, se aplica, de acuerdo con el apartado 3, la ley del país en el que se produce el enriquecimiento injusto. Si no se aplica ninguno de los supuestos, el Reglamento Roma II establece una cláusula de escape: se aplica la ley con la que el caso presente los vínculos más estrechos. La norma no define el concepto de “vínculos más estrechos”. La interrelación entre las normas conflictuales permite emplear las consideraciones sobre dicho concepto, aplicadas al Reglamento Roma I/Convenio de Roma de 1980⁸⁰⁶. El Tribunal de Luxemburgo no ofrece una definición única, aplicable a todos los supuestos, sino que analiza cada caso buscando la conexión entre la ley de un Estado y las características materiales del litigio⁸⁰⁷. Si la controversia presenta elementos fácticos y jurídicos sustancialmente más cercanos a una ley distinta de la designada por las normas del Reglamento Roma II, el tribunal competente debe aplicar esta misma ley⁸⁰⁸.

El legislador comunitario utiliza la misma estructura en caso de daños extracontractuales que se producen como consecuencia de la gestión de negocios⁸⁰⁹. El art. 11 RRII emplea cuatro criterios que siguen un orden jerárquico: el contrato que da lugar a la gestión de los negocios, la residencia habitual común de las partes, el lugar en el que se realiza el hecho dañoso y los vínculos más estrechos. La norma determina los daños que se producen como consecuencia de la gestión de los negocios como aquellos daños que se derivan de un *acto realizado sin la debida autorización en relación con los negocios de otra persona*. En los contratos que tienen como objeto la tenencia y el transfer de participaciones societarias tales daños se producen cuando

⁸⁰⁶ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “El reglamento “Roma I”...”, *cit.*, p. 8

⁸⁰⁷ Conclusiones del Abogado General Ruiz-Jarabo Colomer presentadas el 16 de marzo de 1999. GIE Groupe Concorde y otros contra Capitán del buque "Suhadiwarno Panjan" y otros. Asunto C-440/97. Recopilación de Jurisprudencia 1999 página I-06307. El Tribunal de Justicia acude al término “vínculos más estrechos” y al art. 4 CR en otros asuntos como: Conclusiones del Abogado General Bot presentadas el 15 de febrero de 2007, *Color Drack GmbH contra Lexx International Vertriebs GmbH*. Asunto C-386/05. Recopilación de Jurisprudencia 2007 página I-03699; Sentencia del TJCE de 27 de febrero de 2002. *Herbert Weber contra Universal Ogden Services Ltd.*, Asunto C-37/00. Recopilación de Jurisprudencia 2002 página I-02013

⁸⁰⁸ El tema se analiza en el punto 3 del presente Capítulo

⁸⁰⁹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J., “La unificación del derecho conflictual...”, *cit.*, p. 18

el intermediario actúa sin la correspondiente autorización del cliente y como consecuencias el inversor pierde una parte o la totalidad del capital invertido. Dichos daños extracontractuales se derivan de una relación contractual preexistente entre el inversor y el broker. Este supuesto cumple las condiciones del apartado 1. La norma establece que “cuando la obligación extracontractual deriva de una relación entre las partes, como por ejemplo la derivada de un contrato o un hecho dañoso, estrechamente vinculada con esa obligación extracontractual, la ley aplicable es la ley que rige tal relación. Por lo tanto, la indemnización del inversor por la pérdida del capital invertido se determina por la ley que rige la relación contractual entre él y el intermediario. En el art. 11, de igual manera que en el que 10 RRII, el legislador somete todos los elementos, contractuales y extracontractuales, a la misma ley con el fin de evitar los errores de calificación, garantizar coherencia y seguridad jurídica en el tráfico mercantil⁸¹⁰.

Cuando la ley aplicable no puede ser determinada y las partes tengan su residencia habitual en el mismo Estado en el momento en el que se produce el hecho dañoso, se aplica la ley de este país. Si tales circunstancias no se dan, se aplica, de acuerdo con el apartado 3, la ley del Estado en el que se ha realizado el acto. En último lugar opera la cláusula de escape, prevista en el apartado 4. De acuerdo con el precepto, se aplica la ley del país con el que el litigio presente los vínculos más estrechos.

⁸¹⁰ *Idem.*, p. 18

CONCLUSIONES

La adquisición de participaciones societarias que se realiza hoy en día en los mercados financieros internacionales no constituye un simple traspaso de la propiedad por el precio pagado del comprador al vendedor. La tenencia y el transfer se efectúan por una larga cadena de intermediarios que eliminan la relación contable directa entre el emisor y el inversor. La intervención de tantos partícipes complica sustancialmente la estructura de la tenencia y transfer de valores negociables. Incidencia especial sobre todo el sistema tienen los procesos de desmaterialización e inmovilización de los valores. Objeto de transacción no son los valores subyacentes sino los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta. El transfer es una operación contable de anotaciones de crédito y débito en las cuentas de las partes implicadas.

La presencia de tantos partícipes lleva a la constitución de diferentes tipos de relaciones y todas ellas inciden con fuerza sobre el DIPr., creando problemas particulares en relación con la determinación de la ley aplicable. Las nuevas condiciones de mercado han cambiado los criterios que se empleaban hasta el momento para determinar la ley aplicable. La naturaleza, los efectos y las condiciones de la tenencia y del transfer de las acciones subyacentes se determinan por la *lex societatis*. Sin embargo, en los mercados financieros internacionales el objeto de transfer son los derechos derivados de los valores anotados en cuenta. En este contexto la regla de la *lex rei sitae* en su formato habitual se ha quedado obsoleta. El *situs* de las participaciones societarias ya no se determina por criterios geográficos, sino que se toma en consideración el lugar en el que el titular de los valores puede hacer uso efectivo de ellos. Este lugar no es el registro en el que están depositados los valores subyacentes, ni el lugar en el que se encuentran los certificados que prueban la titularidad sobre los valores. El denominado *look-through approach* en las nuevas circunstancias que presencian los mercados financieros internacionales, resulta

inoperativo. Cada vez más fuerza cobra la regla *PRIMA- place of the relevant intermediary approach* que lleva al Estado en el que se encuentra el intermediario relevante.

Para determinar la ley aplicable a toda esta problemática, sin embargo, el tribunal competente aplica sus propias normas de conflicto. A pesar de la importancia que tienen las operaciones que se realizan en los mercados financieros internacionales, faltan normas armonizadas que regulen la problemática conflictual relacionada con los derechos derivados de los valores anotados en cuenta. La iniciativa de eliminar la inseguridad jurídica y los obstáculos a la construcción de un mercado financiero global se desarrolla en el marco de la Conferencia de Haya que ha elaborado el Convenio sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario. El texto convencional está adoptado, pero lamentablemente, no está ratificado por ningún Estado, incluso España, lo que no permite afirmar la existencia de normas de conflicto armonizadas. Las disposiciones del Convenio son normas jurídicas, pero (todavía) no Derecho estatal.

En el ámbito extra/contractual sí que existen criterios unificados que los tribunales comunitarios aplican para resolver la problemática conflictual. El Reglamento Roma I sigue las soluciones que ofrece el Convenio de Roma de 1980. El texto comunitario, no obstante, no se limita a repetir la norma convencional, sino que desarrolla sus criterios, eliminando la ambigüedad que contenían las disposiciones del CR. En este sentido, se incluyen soluciones individuales para diferentes tipos de contratos. Las instituciones comunitarias reconocen la trascendencia de las operaciones que se realizan en los mercados financieros internacionales, bursátiles o extrabursátiles y prevén disposiciones concretas que determinan la ley aplicable a los contratos celebrados en dichos mercados. Las obligaciones extracontractuales que se crean también gozan de una reglamentación común. El Reglamento Roma II regula de manera uniforme los criterios para determinar la ley aplicable a las obligaciones

extracontractuales y elimina la inseguridad jurídica y los obstáculos a la construcción de un mercado comunitario común.

La falta de armonización en materia conflictual afecta sustancialmente al correcto funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Es un obstáculo importante y únicamente las iniciativas de las instituciones comunitarias no son suficientes para construir un espacio financiero global. En este contexto, las iniciativas diferentes de organizaciones internacionales demuestran el interés del sector financiero a adoptar normas armonizadas que regulen la problemática conflictual que envuelve las transacciones en los mercados internacionales.

CONCLUSIONES

La problemática material y conflictual relacionada con la tenencia y el transfer de las participaciones societarias viene motivada por los cambios sustanciales que han sufrido los mercados financieros internacionales durante las últimas décadas. Los procesos de globalización han modificado la estructura de las operaciones financieras, creando un complicado sistema de tenencia y transfer de las acciones, en el que el protagonismo principal lo tienen los intermediarios, y las fronteras geográficas pierden su contexto tradicional.

Las transacciones financieras, sin embargo, no se realizan en un espacio abstracto, sino que siempre están conectados, total o parcialmente, con un mercado concreto y subordinados a un ordenamiento específico. El alto nivel de riesgo que caracteriza a estas operaciones y los intereses políticos y económicos justifican la intervención del Estado en la reglamentación de las operaciones. Los mercados financieros son una zona de especial conflicto entre las distintas jurisdicciones. Se observa una cierta renuncia por parte de los Estados en armonizar las normas que regulan las relaciones entre las partes implicadas. La tendencia es adoptar disposiciones legales, paralelas a la ley que rige el contrato, que limitan la libertad de las partes o dificultan la ejecución de decisiones extranjeras. El proteccionismo estatal se materializa, en la mayoría de los casos, en normas imperativas previstas en la legislación nacional del mercado de valores. Las dificultades a la hora de determinar la ley aplicable, por lo tanto, se derivan de la consideración de las disposiciones legales que sirven a un interés público.

Las operaciones financieras, por otro lado, no dejan de ser contratos mercantiles que, para producir efecto, requieren el consentimiento de las partes implicadas. Como tales, se reconoce a éstas últimas la libertad de determinar las condiciones de su relación,

entre los que se encuentra la posibilidad de elegir el tribunal competente y el derecho aplicable en caso de conflicto. Los órganos jurisdiccionales y los árbitros normalmente reconocen la validez de tal consentimiento y respetan la voluntad de las partes siempre, esto sí, dentro de los límites impuestos por sus normas de policía.

La modernización en el esquema de adquisición y posesión de valores negociables afecta, inevitablemente, a la regulación prevista en los ordenamientos jurídicos internos de los Estados, a pesar del hecho de que no todos afrontan con suficiente madurez los cambios que afectan a los mercados financieros. Los diferentes ordenamientos jurídicos han adaptado sus sistemas internos de transacción de valores de forma individual y particular de acuerdo con los elementos específicos que caracterizan su orden político y económico. El criterio para determinar la ley aplicable a los derechos derivados de los valores depositados en un intermediario puede variar notablemente en los diferentes ordenamientos jurídicos.

La diversidad de modelos de reglamentación interna de las transacciones internacionales provoca problemas de diferente índole a la hora de adquirir valores negociables en los mercados internacionales. Los procesos, inminentes y rápidos, de globalización obligan a los estados a eliminar las restricciones nacionales de acceso a los mercados de capitales y facilitar la circulación de capitales. En un mercado financiero internacional cada vez más global la pluralidad de normas jurídicas nacionales y el diferente enfoque que ofrece cada una de ellas crea un alto nivel la inseguridad jurídica. Al mismo tiempo, los principios tradicionales de conflicto de leyes que utilizan la localización, o bien, de los título, o bien, del emisor para determina la ley aplicable han quedado obsoletos.

La eliminación de las barreras legales es uno de los objetivos de los trabajos de las organizaciones internacionales y las instituciones comunitarias. En sus Informes se insiste en la armonización de las normas de conflicto. Por otro lado, el sistema de posesión de valores a través de intermediario ha hecho desaparecer el vínculo, el factor de

conexión, entre los valores y el lugar en el que se encuentran éstos; a lo que se une la habilidad de los participantes en el mercado para adquirirlos aprovechando las mejores condiciones y negociar con ellos. Las nuevas circunstancias del mercado han cambiado radicalmente la realidad conflictual en la que la regla de la *lex rei site* ha quedado obsoleta. En un sistema de registro electrónico en el que operan multitud de intermediarios a quienes, en ocasiones, resulta difícil de identificar y en un mercado internacional de capitales en el que el volumen de transacciones supera varios millones de dólares por día, se necesitan nuevas reglas, adaptadas a las condiciones del mercado. Lógicamente, los operadores en estos mercados, tanto los inversores, como los intermediarios, antes de realizar una transacción calculan, entre otras cosas, el riesgo que están dispuestos a asumir. La inseguridad jurídica que presenta la diversidad de normas legales, aumenta los riesgos financieros y encarece cada transacción.

La clave para compensar la falta de armonización y afrontar los obstáculos que crea la diversidad de reglamentación nacional de las operaciones de adquisición de valores es la *coherencia*. La coherencia es la base de la sistematización, puesto que proporciona trato semejante de un determinado problema y la seguridad jurídica que necesitan los operadores. Un sistema jurídico se considera coherente cuando sus elementos- normas, valores y principios- están contruidos lógicamente y siguen el principio de unidad. La congruencia se consigue cuando el sistema jurídico tiene una estructura interna en la que las normas de un ámbito concreto encajan lógicamente en un marco más general sin que se observen contradicciones.

En este contexto, la relación entre las normativas nacionales en el ámbito financiero se puede calificar como coherente. Los principios que rigen la tenencia y el transfer de los valores anotados en cuenta son prácticamente iguales en todos los estados, independientemente de que cada estado ha puesto su toque individual en función de las características del sistema económico y los intereses políticos. La congruencia se ha conseguido gracias a los procesos de globalización

que han impulsado, en ocasiones de manera algo violenta, la reestructuración de los mercados financieros y ha matizado el concepto de *frontera* en relación con las transacciones financieras.

Tal congruencia, sin embargo, no se observa en el ámbito conflictual. Los criterios para determinar la ley aplicable a los valores anotados en cuenta difieren sustancialmente en cada estado. La regla de la *lex rei sitae* tiene su propia interpretación en cada jurisdicción, lo que elimina la previsibilidad y causa inseguridad jurídica. Los operadores no pueden determinar de antemano la ley aplicable que regirá su relación. El origen del problema se encuentra en que los ordenamientos nacionales basan las normas que regulan la custodia y el transfer de los valores sobre los principios tradicionales del derecho de la propiedad y siguen aplicando los principios de los bienes tangibles para resolver los problemas que presentan los activos intangibles. La globalización y la incorporación de las nuevas tecnologías inciden con fuerza sobre la naturaleza del objeto de tenencia y transfer. En los mercados financieros ya no circulan títulos, objetos tangibles, sino derechos derivados de los valores anotados en cuenta, que precisamente, tiene carácter intangible. Si las circunstancias del mercado han cambiado, es también hora que se modifiquen los criterios para determinar la ley aplicable.

El riesgo legal que acompaña a la emisión, la adquisición, la tenencia y el transfer de los valores depositados en un intermediario no desaparece, sin embargo, una vez determinada la norma aplicable. De hecho, es probable que la ley que rija la relación sea inexacta o incompleta, o que regule de manera inadecuada y anticuada tales relaciones. La mayoría de las normas nacionales de regulación de los mercados de capitales todavía están destinadas a satisfacer las necesidades del sistema financiero interno y tienen un carácter principalmente proteccionista. La regulación autónoma de las relaciones entre el inversor y el intermediario sí que determina la ley aplicable pero crea, sin embargo, una situación de inseguridad e inestabilidad por el hecho de que en una operación transfronteriza en la

que son competentes varias jurisdicciones, los modelos internos podrían crear un riesgo adicional de incompatibilidad.

La importancia de la coherencia entre los ordenamientos nacionales en el ámbito de las transacciones financieras reconocida por todos los operadores. Medidas concretas de armonización han sido adoptadas por las instituciones comunitarias y diferentes organizaciones internacionales. La Unión Europea establece un programa concreto que tiene como objetivo la construcción de un mercado financiero común. En este contexto, han sido adoptadas disposiciones concretas que tienen como finalidad la eliminación de las barreras legales existentes. En el ámbito del DIPr. destacan normas de conflicto específicas que ofrecen soluciones armonizadas de la problemática conflictual. Lamentablemente, las iniciativas de las instituciones comunitarias cumplen parcialmente su objetivo. La construcción de un mercado comunitario eficiente y funcional sigue obstaculizado por importantes barreras legales. Todavía existen diferencias sustanciales entre los ordenamientos nacionales de los derechos que el titular de la cuenta tiene sobre los valores depositados en su intermediario y de la naturaleza y los efectos de estos derechos ante el broker y ante terceros. Las normas de conflicto que regulan estos temas contradicen y son del todo incompatibles con los procesos de globalización. La Comisión Europea es consciente de la incoherencia entre las normas existentes y la realidad jurídica y trabaja para la eliminación de tales barreras. En este contexto, merece destacar el trabajo del *Legal Certainty Group* cuya principal tarea es identificar los problemas y ofrecer soluciones concretas.

A nivel internacional expertos en la materia y representantes de los Estados han elaborado normas que ofrecen soluciones modernas a la problemática conflictual. El Convenio de la Haya es, sin lugar a duda, un paso de trascendental importancia para la eliminación de los obstáculos y la creación de un espacio financiero global. Junto con esta iniciativa, atención especial merece el Proyecto de Convención sobre normas materiales armonizadas relativas a los valores

depositados en un intermediario. La armonización que estas dos normas ofrecen es la respuesta para conseguir la coherencia tanto entre las normas materiales, como las conflictuales. El esquema actual de la emisión, adquisición, tenencia y traspaso de los valores requiere una regulación moderna que corresponde a las exigencias de un mercado cada vez más global y de un sistema financiero cada vez menos condicionado por las fronteras geográficas y, sobre todo, políticas.

BIBLIOGRAFÍA

DOCTRINA

- Abarca Junco, Iñigo, “Extensión y límites de la jurisdicción internacional de los juzgados y tribunales españoles en el orden civil: la nueva Ley Orgánica del Poder Judicial y el Convenio de Bruselas sobre jurisdicción en los órdenes civil y comercial”, *La Ley*, 1987, pp. 1108, Tomo 1.
- Abarca Junco, Paloma/ González Campos, Julio D., *Derecho internacional privado*, Madrid: Universidad Nacional de Educación a Distancia, 2004
- Abarca Junco, Paloma., "Competencia judicial internacional en materia de difamación por artículos de prensa", *GJCEC*, 1996, pp. 5-14
- Acedo Penco, Ángel “La noción de consumidor y su tratamiento en el derecho comunitario, estatal y autonómico- breve referencia al concepto de consumidor en el derecho extremeño”, *AFD*, N° 18, 2000, pp. 297-340
- Afrel, Lars/ Wallin- Norman, Karin, "Direct o indirect holding: a Nordic perspective", *ULR*, 2005, 1/2, pp. 277- 283
- Aguilar Grieder, Hilda “Los contratos internacionales de distribución comercial en el Reglamento Roma I”, *CDT*, Marzo 2009, Vol. 1, N° 1, pp. 19-35
- Aguila-Real, Jesús Alfaro, “La unificación del Derecho Privado en la Unión Europea: perspectiva” en Cámara Lapuente, Sergio, *Derecho privado europeo*, Madrid: Colex, 2003, pp. 107-128
- Albaladejo García, Manuel/ Peña Bernaldo de Quirós, Manuel, “Artículos 40 y 41”, en Albaladejo, Manuel, Diez Alabart, Silvia, *Comentarios al Código Civil*, Edersa, 2004, 2ª edición
- Alcaraz Varó, Enrique, Campos Pardillo, Miguel Ángel; Miquélez, Cynthia, *El Inglés jurídico norteamericano*, 2ed., Ariel, 2002
- Alonso-Cuevillas y Sayrol, Jaime, *La competencia jurisdiccional internacional de los tribunales españoles del orden civil*, Valencia Tirant lo Blanch 2006
- Álvarez Álvarez, Henar, *Régimen jurídico del domicilio de las personas físicas*, Valladolid: Lex Nova, 2005
- Álvarez González, Santiago, “Control de oficio de la competencia judicial internacional”, *RCEA*, vol. IV, 1987, pp. 87-98

- Alvarez Rodríguez, Aurelia: El lugar de situación de las sucursales, agencias o cualesquiera otros establecimientos como criterio determinante de la competencia judicial internacional, *La Ley - Comunidades Europeas*, 1988 n° 1 pp. 89-100
- Amores Conradi, Miguel Ángel, "La nueva estructura del sistema español de competencia judicial internacional en el orden civil: artículo 22 LOPJ", *REDI*, vol. XLI, 1989, pp. 113-156
- Amores Conradi, Miguel Ángel, "Obligaciones extracontractuales", en *VV.AA, Derecho Internacional Privado. Parte Especial*, Madrid 1995, pp. 209-240
- Amores Conradi, Miguel Ángel, "Ubi Societas Europaea: sobre el domicilio social y legislación(es) aplicable(s) a la sociedad anónima europea (SE)", *RJUAM*, N°. 8, 2003, pp. 25-52
- Amores Conradi, Miguel Angel, Torralba Mendiola, Elisa Carolina, "Difamación y "Roma II"", *AEDIPR*, pp. 251-265
- Ancel, Bernard "Autonomía de la voluntad y Derecho material del comercio internacional en los Convenios de Roma y México" *AEDIPR*, Tomo II, 2002, p. 33-45
- Añooveros Terradas, Beatriz, *Los contratos de consumo intracomunitarios*, Marcial Pons, Madris, 2003
- Arenas García, Rafael, *El control de oficio de la competencia judicial internacional*, 1996, Eurolex, Madrid
- Arenas García, Rafael, "Ámbito de la *lex societatis*", epígrafe 3 del Capítulo VIII de Fernández Rozas, J.C (editor), *Derecho del comercio internacional*, Madrid, Eurolex, 1996, pp. 232-242
- Arenas García, Rafael, "La *lex societatis* en el Derecho de las sociedades internacionales", *Derecho de los Negocios*, 1996, año 7, núms. 70/71, pp. 11-26
- Arenas García, Rafael, "Tratamiento jurisprudencial del ámbito de aplicación de los foros de protección en materia de contratos de consumidores del Convenio de Bruselas de 1968", *REDI*, 1996, pp. 39-69
- Arenas García, Rafael, *Registro mercantil y derecho del comercio internacional*, Madrid: Centro de Estudios Registrales, DL 2000
- Arenas García, Rafael, "Movilidad y transformación internacional de sociedades", capítulo V de Álvarez Arjona, J.M^a./Carrasco Perera, A

- (dirs.), *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Navarra, Gómez-Acebo & Pombo. Abogados/Aranzadi, 2004, pp. 233-253. Escrito en colaboración con la Profa. Dra. Blanca Vilà Costa
- Arenas García, Rafael, “Sociedades”, capítulo 3 de. Fernández Rozas, J.C, Arenas García, R, y Miguel Asensio, P.A de. *Derecho de los negocios internacionales*, Madrid, Iustel, 2007, pp. 171-244
- Arenas García, Rafael, “Compraventa internacional de mercaderías. Nota a la Sentencia de la AP de Bizkaia núm. 508/2006 (Sección 3ª), de 11 de octubre”, *REDI*, 2007, 310- 314
- Arenas García, Rafael, “La regulación de la responsabilidad precontractual en el Reglamento Roma II”, *AEDIPR*, 2007, pp. 315-339, *InDret*, 2008, www.indret.com, ssrn.com/abstract=1370290
- Arenas García, Rafael, “Competencia judicial internacional y acuerdos de sumisión en la contratación electrónica internacional”, *Estudios sobre consumo*, N° 85, 2008, pags. 45-60
- Arenas García, Rafael, RESEÑAS BIBLIOGRÁFICAS Rodríguez Benot, Andrés: Los acuerdos atributivos de competencia judicial internacional en Derecho comunitario europeo, Madrid, Beramar, 1996", *REDI*, 1995, vol. XLVII, núm. 1, pp. 382-385
- Arenas García, Rafael, RESEÑAS BIBLIOGRÁFICAS “Blanco-Morales Limones, Pilar: La transferencia internacional de sede social, Pamplona, Aranzadi, 1997”, *REDI*, 1997, vol. XLIX, núm. 2, pp. 387-390
- Arenas García, Rafael, RESEÑAS BIBLIOGRÁFICAS “Caro Gándara, Rocío: La competencia judicial internacional en materia de régimen interno de sociedades en el Espacio Jurídico Europeo, Madrid, Civitas, 1999”, *AEDIPR*, 2001, vol. 1, pp. 1256-1258
- Arenas García, Rafael, RESEÑAS BIBLIOGRÁFICAS “Garcimartín Alférez, F.J.: Derecho de sociedades y conflictos de leyes: una aproximación conflictual, Editoriales de Derecho Reunidas, S.A., Madrid, 2002, 327 pp.”, *REDI*, 2002, vol. LIV, núm. 2, pp. 1104-1110
- Armfelt, Andrew, “Foreign Economic Contract Law of the People'S Republic of China”, *ICLQ*, Volume 36, Issue 01, Jan 1987, pp 151-156
- Arons, Tomas, “‘All roads lead to Rome’: Beware of the consequences! The law applicable to prospectus liability claims under the Rome II Regulation”, *NIPR*, 2008, no. 4, p. 481-487

- Asin Cabrera, María Asunción, “El Forum Executionis en materia contractual. Artículo 5.1 del Convenio de Bruselas, de 27 de septiembre de 1968. (Comentario a la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 15 de enero de 1987. Asunto 266/85), *Noticias CEE*, N° 38, Año IV, Marzo 1988, pp. 147
- Asís Sancho Rebullida, Francisco de, “Sección VI. De la novación”, en Albaladejo Manuel, Diez Alabart, Silvia, *Comentarios al código Civil*, Tomo XVI, Vol 1º: Artículos 1156 a 1213 del Código Civil, 2ª edición, Enero 1991
- Ávila de la Torre, Alfredo, *Lecciones de derecho de los contratos en el comercio internacional*, Salamanca: Ratio Legis, 2006
- Baelz, Kilian y Baldwin, Teresa “The End of the Real Seat Theory (*Sitztheorie*): the European Court of Justice Decision in *Ueberseering* of 5 November 2002 and its Impact on German and European Company Law”, *GLJ*, Vol. 3 No. 12-01 December 2002
- Ballarino, Tito, “El derecho "Antitrust" comunitario y el art. 6 del reglamento "Roma II" (Régimen conflictual y territorial, efecto directo)”, *AEDIPR*, pp. 407-420
- Batalla Trilla, Anna “Contratación electrónica y jurisdicción competente: el concepto de «actividades dirigidas en el nuevo sistema comunitario»” *Diario La Ley*, N° 6001, Año XXV, 21 Abr. 2004, Ref. D-92
- Benjamin, Joanna, “Determining the situs of interests in immobilised securities”, *ICLQ*, vol. 47, 1998, pp. 923-934
- Benjamin, Joanna, "Inmobilised securities: Where are they", *BJIBFL*, 1998
- Benjamin, Joanna, "Cross-border electrónic transfer in the securities markets", *The International Lawyer, Symposium on Borderless Electronic Commerce*, 2001, N° 35, pp. 31-46
- Benjamin, Joanna/ Yates, Madeleine/ Montagu, Gerald, *The law of global custody*, Butterworths, 2002
- Benjamin, Joanna, *Financial Law*, 2007, Oxford University Press
- Bercovitz Rodríguez-Cano, Alberto, “Sentencia del Tribunal Supremo de 25 de junio de 1984: Modelo de utilidad: ámbito de protección. Utilización del objeto protegido. Noción de consumidor”, *CCJC*, N° 6, Septiembre-Diciembre 1984, Ref. 15

- Bercovitz Rodriguez-Cano, Alberto, “Ámbito de aplicación y derechos de los consumidores en la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios”, en *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Tecnos, 1987, pp. 123-124
- Bercovitz Rodríguez-Cano/ Alberto, Bercovitz Rodríguez-Cano, Rodrigo, *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Tecnos, 1989
- Berlioz, Pierre, “La notion de fourniture de services au sens de l’article 5-1 b) du Règlement Bruxelles I”, *Juris Classeur*, 2008, pp. 675-717
- Bernasconi, Christophe, *The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems*, Informe Preliminar N° 1 de la Conferencia de la Haya de Derecho Internacional Privado, 2000, disponible en http://hcch.e-vision.nl/upload/sec_pd01e.pdf
- Bernasconi, Christophe, “Indirectly Held Securities: a New Venture for the Hague Conference on Private International Law”, *YPIL*, Vol. III, 2001, p. 63
- Bernasconi, Christoph/ Potok, Richard/ Morton, Guy, “General Introduction: legal nature of interests in indirectly held securities and resulting conflict of law analysis” en Potok, Richard, *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, Butterworths, 2002
- Bernasconi, Christophe, "The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding system", en Potok, Richard, *Cross-border collateral- legal risk and the conflict of laws*, LexisNexis UK, 2002
- Bernasconi, Christophe, "Déterminer la loi applicable: les facteurs de rattachement retenus dans la Convention de La Haye sur les Titres", *La loi applicable aux titres intermédies: La Convention de La Haye du 5 juillet 2006. Une opportunité pour la place financière suisse?* Actes de la 18e Journée de droit international privé du 24 mars 2006 à Lausanne; Publications de l'Institut suisse de droit comparé, 55, Schulthess 2006, p. 53
- Bernasconi, Christophe, "The Hague Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary (Hague Securities Convention)", *Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law - Law and Financial Stability*, Washington, D.C., October 23-27, 2006
- Bernasconi, Christophe “The Hague Securities Convention”, en *Current Developments in Monetary and Financial Law*, Fondo Monetario Internacional, Vol.5, 6 de noviembre de 2008, pp. 577- 618

- Berrocal Lanzarot, A. I., "Régimen jurídico de los prestadores de servicios de certificación en la nueva Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica", *RDNT*. (6), 2004, pp. 69-100
- Bianca, C.M./ Bonell, M.J., *Comentary on the International sales law, The 1980 Vienna Convention*, Giuffrè, 1987, pp. 27-33
- Bing, John, "The identification of applicable law and liability with the regard to the use of protected material in the digital context", disponible en: http://128.176.101.170/eclip/documents/deliverable_2_1_5_private_international_law.pdf
- Blanco-Morales Limones, Pilar, *La transferencia internacional de sede social*, Pamplona Aranzadi cop. 1997
- Blanco-Morales y Limones, Pilar "Comentario del artículo 5-5º", en A. L. Calvo Caravaca, (Editor), *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, BOE/Universidad Carlos III, 1994, pp. 139-148
- Blobel, Felix, "European Tort Jurisdiction and Pure Economic Loss Comment on the ECJ decision of 10 June 2004, Kronhofer/Maier et al.", *The European Legal Forum*, vol. 3-2004, pp. 187-191
- Boele-Woelki, Katharina, Kessedjian, Catherine, Pelichet, Michel, *Internet: Which court decides? Which law applies?* La Haya [etc.]: Kluwer Law International, 1998
- Bonomi, Andrea/Cashin Ritaine, Eleanor/Romano Gian, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, Schulthess, 2007
- Bonomi, Andrea, "Les contrats conclus par les consommateurs dans la Convention de Lugano révisée", en Bonomi, Andrea/Cashin Ritaine, Eleanor/Romano Gian, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, 2008, pp. 66-80
- Boquera Matarredona, Josefina, "Sociedad Anónima Europea con domicilio en España", *NUE*, 2006, Núm. 252, pp. 35-56
- Boquera Matarredona, Josefina/ Ramírez Martínez, Juan M, *La Sociedad anónima europea domiciliada en España*, Cizur Menor: Thomson Aranzadi, 2006
- Borrás Rodríguez, Alegría, "Art. 10.3", *Comentarios del Código civil*, Madrid, Ministerio de Justicia, 1991

- Borras, Alegria, Nota a la sentencia *Shearson Lehmann Hutton Inc. contra TVB*. *RJC*, 1993, pp. 1180-1182
- Borrás Rodríguez, Alegria, “Los criterios de competencia judicial internacional en materia civil contenidos en la LOPJ. Su aproximación al Convenio de Bruselas de 27 septiembre 1968”, *Estudios de Derecho comunitario europeo*, CGPJ, Madrid, 1989, pp. 265-296
- Borrás Rodríguez, Alegria, “La aplicación en España del convenio de Roma de 19 de junio de 1980 sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales”, *AAMN*, Tomo 34, 1995, pp. 263-289
- Borrás Rodríguez, Alegria, “Competencia exclusiva de la Comunidad Europea para la revisión del Convenio de Lugano de 1988 sobre competencia judicial, reconocimiento y ejecución de sentencias en materia civil y mercantil: comentario al Dictamen C-1/03, de 7 de febrero de 2006”, *RGDE*, N°. 10, 2006
- Boschiero, Nerina, “Verso il rinnovamento e la trasformazione della Convenzione di Roma: problemi generali”, en Paolo Picone, *Diritto Internazionale privato e diritto comunitario*, Cedam, Padova, 2004, pp. 319-420
- Botana García, Gema, “La noción de consumidor”, en *Curso sobre protección jurídica de los consumidores*, Ruiz Muñoz, Miguel, Madrid, 1999, p. 28
- Bouza Vidal, Nuria, "Aspectos actuales de la autonomía de la voluntad en la elección de la jurisdicción y de la ley aplicable a los contratos internacionales", *Cursos de Derecho Internacional y Relaciones Internacionales de Vitoria-Gasteiz*, 2004. Universidad del País Vasco, 2005, pp. 32-91
- Braudel, Fernand, *Civilización material, economía y capitalismo, siglos XV-XVIII*, Madrid: Alianza Ed., cop. 1984, pp. 101-102
- Bridge, Michael y Stevens Robert, *Cross-border security and insolvency*, Oxford [etc.] Oxford University Press cop. 2001
- Broseta Pont, Manuel, *Manual de derecho mercantil*, 14ª ed. a cargo de Fernando Martínez Sanz, Madrid Tecnos 2007
- Bustillo Saiz, María del Mar, “Nota sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la “doctrina” de la acción de oro”, *RDM*, N° 259, 2007, pp. 7-55
- Bygrave, Lee A. “Determining Applicable Law pursuant to European Data Protection Legislation”, disponible en:

http://128.176.101.170/eclip/documents/deliverable_2_1_5_bis_PL&data_protection_NRCCL.pdf

- Calais-Auloy, Jean: “Les déboires des consommateurs viennent souvent de leurs ignorance en matière juridique”, en *Proposition pour un nouveau droit de la consommation: Rapport final de la commission de refonte du droit de la consommation*, Paris, 1985, pp. 122
- Calvo Caravaca, Alfonso-Luis, *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, BOE/Universidad Carlos III, 1994
- Calvo Caravaca, Alfonso-Luis, “La ley aplicable a los contratos internacionales (el Convenio de Roma de 19 de junio de 1980)”, *Derecho de los negocios*, Año nº 5, Nº 43, 1994, pp. 1-18
- Calvo Caravaca, Alfonso-Luis, “Artículo 9, apartado 11” en Albaladejo, Manuel/Díaz Alabart, Silvia, *Comentarios al Código civil y compilaciones forales*, 3ªed., Madrid, Edersa, 1997, Tomo I, Vol 2º
- Calvo Caravaca, Alfonso-Luis, “Las sociedades mercantiles en el comercio internacional”, en *Nuevos temas de Derecho Internacional* Editorial Vlex, 2006
- Calvo Caravaca, Alfonso-Luis/Carrascosa González, Javier, “El Convenio de Roma sobre la Ley aplicable a las obligaciones contractuales del 19 de junio de 1980”, *Contratos internacionales / coord. por Pilar Blanco-Morales Limones*, 1997, pp. 41-143
- Calvo Caravaca, Alfonso-Luis/Carrascosa González, Javier, *Derecho internacional privado*, 8ª ed., Granada: Comares, 2007
- Calvo Caravaca, Alfonso-Luis/Carrascoza González, Javier, *Las obligaciones extracontractuales en derecho internacional privado,. El Reglamento "Roma II"*, Editorial Comares, 1ª ed, Granada, 2008
- Calvo Caravaca, Alfonso-Luis/Carrascosa González, Javier, “El Reglamento "Roma II": reglas generales sobre determinación de la Ley aplicable a las obligaciones extracontractuales”, *RCDI*, nº 85, Nº 712, 2009, pp. 835-908
- Camacho Ortega, Juan de Dios, “La competencia judicial internacional de los juzgados y tribunales españoles en el orden civil: breves notas en torno al problema de la sumisión tacita” *Diario La Ley*, 1991, pág. 906, tomo 3
- Campuzano Díaz, Beatriz, *La repercusión del Convenio de Viena de 11 de abril de 1980 en el ámbito de la compraventa internacional de*

- mercaderías: (estudio de su aplicación y de sus relaciones con la norma de conflicto y la Nueva Lex Mercatoria)*, Sevilla: Universidad de Sevilla, Secretariado de Publicaciones, 2000;
- Carballo Piñeiro, Laura, “Competencia judicial internacional y modificación de prestaciones de ejecución continuada: más allá de la Sentencia TC 61/2000”, *AEDIPR*, 2001, Tomo I, Parte Práctica, pp. 463-482
- Carballo Piñeiro, Laura, “Derecho de competencia, intereses colectivos y su proyección procesal: observaciones a propósito del art. 6 del reglamento "Roma II"”, *AEDIPR*, 2007, pp. 465-495
- Carbone, Sergio Maria, “Dos intentos regionales de regulación de los contratos internacionales: El Convenio de Roma de 1980 sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales y su relación con la Convención Interamericana de 1994 sobre derecho aplicable a los contratos internacionales”, *Revista Jurídica de Castilla - La Mancha*, N° 34, 2003, pags. 45-60
- Caro Gándara, Rocío, *La competencia judicial internacional en materia de sociedades en el espacio jurídico europeo*, Madrid, Cívitas, 1999
- Carrasco Perera, Ángel, *El derecho del consumo en España: presente y futuro*, Instituto Nacional de Consumo, Madrid, 2002
- Carrascosa González, Javier, “Artículo 5.1” en A. L. Calvo Caravaca, (Editor), *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, BOE/Universidad Carlos III, 1994, pp. 319-342
- Carrascosa González, Javier, “Artículo 20”, en Calvo Caravaca, Alfonso-Luis (ed.) *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, Universidad Carlos III/ BOE, 1994, pp. 419-427
- Carrascosa González, Javier, “Elección múltiple y elección parcial de la ley aplicable al contrato internacional”, Facultad de Derecho. Universidad de Murcia. N°18, 2000, pp. 7-40
- Carrascosa González, Javier, *La Ley aplicable a los contratos internacionales: el Reglamento Roma I*, Colex, Madrid, 2009
- Carrillo Pozo, Luis F., “Artículo 13” en A. L. Calvo Caravaca, (Editor), *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, BOE/Universidad Carlos III, 1994, pp. 267-288

- Carrillo Pozo, Luis F., “Artículo 14”, en A. L. Calvo Caravaca, (Editor), *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, BOE/Universidad Carlos III, 1994, pp. 289-304
- Carrillo Pozo, Luis F., “Artículo 15”, en A. L. Calvo Caravaca, (Editor), *Comentario al Convenio de Bruselas relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil*, Madrid, BOE/Universidad Carlos III, 1994, 305-318
- Carruthers, Janeen M., *The transfer of property in the conflict of laws: choice of law rules concerning inter vivos transfers of property*, Oxford [etc.]: Oxford University Press, 2005
- Castellano Ruiz, Esperanza, *Autonomía de la voluntad y derecho uniforme en la compraventa internacional*, Granada: Comares, 1998
- Castellanos Ruiz, Esperanza, *Reglamento Roma I, sobre la Ley aplicable a los contratos internacionales*, 2009, Comares
- Cavanillas Múgica, Santiago, *La concurrencia de responsabilidad contractual y extracontractual: tratamiento sustantivo y procesal*, Madrid: Centro de Estudios Ramón Areces, DL 1992
- Checa Martínez, Miguel “El foro del lugar de cumplimiento de la obligación contractual en el Convenio de Bruselas: avances en el contrato de trabajo plurilocalizado”, *La Ley*, 1997, Ref. D-86, tomo 2
- Checa Martínez, Miguel, *El trust angloamericano en el derecho español*, Madrid: McGraw Hill, 1998
- Choi, Stephen, “Assessing the Cost of Regulatory Protections: Evidence on the Decision to Sell Securities Outside the United States”, *Yale Law School*, 2001 Paper 253
- Chong, Adeline, “Choice of law for unjust enrichment/restitution and the Rome II Regulation”, *ICLQ*, vol. 57, 2008, pp. 863–898
- Christy, Fionna/Dosanjh, Herdeep, “The practical elements of settlement and custody” en Odithan, Fidelis, *The future of the global securities market. Legal and regulatory aspects*, Clarendon Press, Oxford, 1996, pp. 131-144
- Collier, John Greenwood, *Conflict of laws*, 3rd ed., Cambridge, UK [etc.]: Cambridge University Press, 2001
- Cortés Domínguez, Valentín, “La nueva regulación de la competencia judicial internacional en materia civil (art. 21 y 22 LOPJ)”, *JDRP*, 1985, pp. 113-157

- Crawford, Bradley, "The "PRIMA" Convention: choice of law to govern recognition of dispositions of book-based securities in cross border transactions", *CBLJ*, 2003, pp. 157-206
- Cristóbal-Montes, Ángel, "La llamada novación modificativa en el Derecho Civil español", *RCDI*, Núm. 498, 1973
- Dammann, Jens C, "The future of co-determination after Centros: Will German corporate law move closer to the U.S. model?", *FJCFL*, 2003
- Davin, Léon, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, 2004, Larcier, Bruselas
- De Boer, Th.M., "Party Autonomy and its Limitations in the Rome II Regulation", *Yearbook of private international law*, 2007, pp. 19 – 31
- De La Serna Bilbao, M.N., "Comentarios a la jurisprudencia del TJCE en relación con las denominadas "acciones de oro"; las restricciones de la libre circulación de capitales y de establecimiento", *REDE*, julio-agosto 2003, pp. 529-571
- De Miguel Asensio, Pedro Alberto, "Ley aplicable en defecto de elección a los contratos internacionales: el artículo 4 del Convenio de Roma de 1980", *La Ley*, (Comunidades Europeas), año XVI, número 95, 4 de abril de 1995, pp. 1-7
- De Miguel Asensio, Pedro, *Derecho privado de Internet*, Civitas, 2000
- De Miguel Asensio, Pedro Alberto "La lex loci protectionis tras el Reglamento Roma II, *AEDIPR*, 2007, VII. pp. 375-406
- De Miguel Asensio, Pedro Alberto, "La tutela de los consumidores en el mercado global: evolución del marco normativo", *Estudios sobre consumo*, N° 85, 2008, pp. 23-44
- De Miguel Asensio, Pedro Alberto, "Mercado global y protección de los consumidores", en *Consumidores y usuarios ante las nuevas tecnologías / coord. por Lorenzo Cotino Hueso*, 2008, pp. 155-180
- Deguée, Jean-Pierre/Devos, Diego, "La loi applicable aux titres intermédiés: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002", *RDCB*, 2006, No 1, p. 5
- Del Río Pascual, Amparo, "Noción de sucursal, agencia o cualesquiera otro establecimiento en el artículo 5.5 del Convenio de Bruselas de 27 de septiembre de 1968", *NUE*, N° 49, 1989, pp. 135-138

- Deschamps, M., "Les sûretés sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire en droit canadien", *ULR*, 2005, vol. 1-2, pp. 189- 224
- Díaz Alabar, Silvia, "El concepto de consumidor en el arbitraje de consumo", en *El arbitraje de consumo: una nueva dimensión del arbitraje de derecho privado*, coord. por Carles Enric Florensa i Tomàs, 2004, Valencia, Tirant lo Blanch
- Díaz Ruiz, Emilio "Jurisdicción española y contratos de financiación internacional", *La Ley*, Tomo 2, 1986, p. 1078
- Díez Ballesteros, Juan Alberto "Concepto de consumidor: no es consumidor quien adquiere una herramienta para su uso profesional", *RRCCS*, N.º. 4, 2007, pp. 53-55
- Díez-Picazo, Ignacio/ Oliva Santos, Andrés de la, *Derecho procesal civil: el proceso de declaración*, 3ª ed., Madrid: Editorial Universitaria Ramón Areces, 2004
- Díez-Picazo, Luis María/Cabanillas Sánchez, Antonio, *La compraventa internacional de mercaderías: comentario de la convención de Viena*, Madrid: Civitas, 1998
- Díez-Picazo Ponce de León, Luis María "En torno al concepto legal de consumidor", Homenaje al profesor Dr. Gonzalo Rodríguez Mourullo, 2005, pp. 1893-1900
- Dicey & Morris, *The conflict of laws*, Lawrence Collins ed., 13 ed., 2000
- Dickinson, Andrew, "Third-country mandatory rules in the law applicable to contractual obligations: so long, farewell, auf wiedersehen, adieu?", *JPIL*, 2007, Vol. 3 No.1, pp. 53-88
- Dickinson, Andrew, *The Rome II Regulation. The Law Applicable to Non-Contractual Obligations*, 2008, Oxford Private International Law
- Díez-Picazo, Luis María/ Cabanillas Sánchez, Antonio, *La compraventa internacional de mercaderías: comentario de la convención de Viena*, Madrid: Civitas, 1998
- Díez-Picazo y Ponce de León, Luis/ Gullón Ballesteros, Antonio, *Sistema de Derecho Civil: Vol. I: Introducción. Derecho de la persona. Autonomía privada. Persona jurídica*, Tecnos, 2003
- Downes Peirú, Noemí, "La protección del consumidor en los contratos de utilización de inmuebles a tiempo compartido en los Convenios de Bruselas y de Lugano", en Borrás, Alegría, *La Revisión de los convenios de Bruselas de 1968 y Lugano de 1988 sobre competencia judicial y ejecución de resoluciones judiciales: una reflexión preliminar*

española: seminario celebrado en Tarragona, 30-31 de mayo de 1998, Madrid Barcelona: Marcial Pons, 1998, pp. 265-275

Don, Michael E./ Wang, Josephine, "Stockbroker liquidations under the securities investor protection act and their impact on securities transfers", *CLR*, 1990, pp. 509-560

Donald, David C., "The Rise and Effects of the Indirect Holding System - How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries", 2007, en SSRN-id1020320.pdf

Du Plessis, J. J., *German corporate governance in International and European context*, Berlin [etc.] Springer cop. 2007

Durán Ayago, Antonia, "Autonomía de la voluntad y régimen comunitario de competencia judicial internacional en los contratos de seguro: comentario a la stjce de 12 de mayo de 2005, asunto C-112/03, société financière et industrielle du peloux", *Estudios sobre contratación internacional / coord. por Calvo Caravaca, Alfonso Luis/ Carrascosa González, Javier*, 2006, pp. 179-192

Dutson, Stuart, "A dangerous proposal - the European Commission's attempt to amend the law applicable to contractual obligations", *JBL*, 2006, pp. 608-618

Dutson, Stuart, "Why the European Commission's attempt to amend the law on contractual obligations will raise the ire of English lawyers?", *IFLR*, 2006. pp. 1-7

Eechoud, Mireille M.M. van, "The Position of Broadcasters and Other Media under the Proposed EC 'Rome II' Regulation on the Law Applicable to Non-Contractual Obligations", *IRIS plus*, No. 2006-10, 2006, SSRN-id973774.pdf

Einsele, Dorothee, "Modernising German Law: Can the Unidroit Project on Intermediated Securities Provide Guidance?", *ULR*, 2005, vol. 1-2, pp. 251- 270

Elvira Benayas, María Jesús, "Las competencias externas de la UE y el Derecho internacional privado tras el Dictamen del Tribunal de Justicia relativo al Convenio de Lugano", *REEI*, N°. 16, 2008, http://www.reei.org/reei%2016/doc/BENAYAS_MJE.pdf

Engelen, Dick van, "Rome II and intellectual property rights: Choice of law brought to a standstill", *NIPR*, 2008, no. 4, p. 440-448

Espinar Vicente, José María, "El concepto de residencia habitual en el sistema español de derecho internacional privado", *RDP*, 1980, n° 64, Mes 1, pp. 3-27

- Espinar Vicente, José María, “Residencia habitual” (Derecho Internacional Privado) en *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, VV. AA., Civitas, Madrid, 1994, pp. 5877 y sigs
- Espiniella Menéndez,, Angel, “La competencia de la comunidad para celebrar el nuevo convenio de Lugano”, *AEDIRP*, N°. 6, 2006, pp. 503-538
- Esplugues Mota, Carlos, *Derecho del comercio internacional Mercosur-Unión Europea*, Madrid Reus 2005
- Esplugues Mota, Carlos/ Iglesias Buhigues, José Luis, *Derecho internacional privado*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2008
- Esteban de la Rosa, F., “La nacionalidad de las sociedades mercantiles”, en Fernández Rozas, José Carlos, *Derecho de comercio internacional*, Madrid: Eurolex, 1996, pp. 223-232
- Esteban de la Rosa, Gloria/ Molina Navarrete, Cristóbal. “Reglas de competencia judicial internacional en el orden social: recientes problemas aplicativos”, *La Ley*, 2001, Ref. D-39, Tomo 2
- Esteban Velasco, Gaudencio, “Reglamento (CE) núm.2157/2001, de 8 de octubre de 2001, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (SE), y Directiva 2001/89/CE, de 8 de octubre de 2001, por la que se completa el estatuto de la Sociedad Anónima Europea en lo que respecta a la implicación de los trabajadores (DOL 294, de 10 noviembre 2001)”, *RDS*, N° 17, 2001, pp. 439-464
- Esteve González, Lydia, “El enriquecimiento injusto y sin causa y la "calificación autónoma" del supuesto de hecho del artículo 10.9.III del Código civil español”, *RDP*, Año n° 83, 1999, pp. 705-722
- Esteve González, Lydia, “Proyección en el sector del derecho aplicable de las distintas concepciones de enriquecimiento sin causa”, *ADC*, Núm. LIII-2, Abril 2000, pp. 511- 551
- Esteve González, Lydia, *Ley aplicable al enriquecimiento sin causa en el derecho internacional privado español*, Madrid: Eurolex, DL 1998
- Ezquerro Ubero, José Javier, “La sentencia "Ingmar" y la evolución del derecho internacional privado europeo de los contratos”, *Estudios sobre contratación internacional*, coord. por Calvo Caravaca, Alfonso Luis/ Javier Carrascosa González, 2006, pp. 193-216
- Fach Gómez, Katia., *La contaminación transfronteriza en Derecho Internacional Privado: Estudio de Derecho aplicable*, Barcelona 2002

- Fach Gómez, Katia, "Propuesta de reglamento del parlamento europeo y del consejo, relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales ("Roma II)", en Calvo Caravaca, Alfonso-Luis/ Areal Ludeña, Santiago, *CADMI*, 2005, pp. 519-534
- Fach Gómez, Katia, "Respuestas jurídicas a la contaminación transfronteriza: iniciativas comunitarias" http://ec.europa.eu/justice_home/news/consulting_public/rome_ii/katia_fach_gomez_es.pdf
- Feliu Álvarez de Sotomayor, Silvia, *La contratación internacional por vía electrónica con participación de consumidores: la elección entre la vía judicial y la vía extrajudicial para la resolución de conflictos*, Granada: Comares, 2006
- Fernández de Córdoba Claros, Iñigo "El futuro del Derecho de Sociedades en Europa: a propósito del estatuto de la sociedad anónima europea", *La Ley*, N° 5465, Año XXIII, pág. 1904, tomo 1
- Fernández Gimeno, José Pascual, "Los consumidores y usuarios como sujetos afectados a una especial tutela jurídica" en *Derecho de consumo*, Reyes López, María José, Tirant lo Blanch, Valencia 2002
- Fernández Masiá, Enrique, "En torno a la interpretación del artículo 5.1 del Convenio de Bruselas de 1968: La Sentencia de 17 de junio de 1992 en el asunto C 26/91 (Jakob Handte y Cie GmbH c/Traitements mécano-chimiques des surfaces; perjuicio resultante de la no conformidad del sistema de aspiración vendido a las reglas sobre la higiene y la seguridad del trabajo, y de su no conformidad al uso al que estaba destinado) Competencia judicial internacional, reconocimiento y ejecución de Sentencias", *RGD*, N° 591, Diciembre 1993, pp. 11369
- Fernández Masiá, Enrique "Los contratos de consumo y competencia judicial internacional en el Reglamento comunitario 44/2001", *Estudios sobre el consumo*, núm. 56, 2002, pp. 9-23
- Fernández Masiá, Enrique, "Cláusulas de sumisión en contratos electrónicos Internacionales", *REEI*, 2002, www.reei.org/reei5/E.Fdez.Masia.pdf
- Fernández Masiá, Enrique, "Primeras consideraciones sobre el Anteproyecto de Reglamento sobre la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II)", *Actualidad Civil*, 2003, N° 34
- Fernández Rozas, José Carlos, *Derecho de comercio internacional*, Madrid: Eurolex, 1996

- Fernández Rozas, José Carlos, *Ius mercatorum. Autorregulación y unificación del Derecho de los negocios transnacionales*, Madrid: Consejo General del Notariado, 2003
- Fernández Rozas, José Carlos, “Lex mercatoria y autonomía conflictual en la contratación transnacional”, *AEDIPR*, tomo IV, 2004, pp. 35-78
- Fernández Rozas, José Carlos/ Arenas García, Rafael/ Miguel Asensio, Pedro Alberto de, *Derecho de los negocios internacionales*, 1ªed, Iustel, 2007
- Fernández Rozas, José Carlos, Sánchez Lorenzo, Sixto, *Derecho Internacional Privado*, 5ª edición, Thomson, Civitas, 2008
- Ferrari, Franco, “Quelques remarques sur le droit applicable aux obligations contractuelles en l’absence de choix des parties – Art. 4 du Règlement Rome I”, *RCDI*, 2009, vol. 1, pp. 459-482
- Ferrari, Franco/ Leible, Stefan, *Rome I Regulation: The Law Applicable to Contractual Obligations in Europe*, Seller, 2009
- Font i Segura, Albert, “La responsabilidad del porteador efectivo en el Convenio de Bruselas de 1968”, (STJCE DE 27 de octubre de 1998, As. C-51/97, *Reunión Européenne SA y otros c. Spliethoff's Bevrachtingskantoor BV, Capitaine Commandant el Nav1re «Alblasgracht V002»*)
- Font i Segura, Albert, “La disociación y los daños indirectos en la aplicación del artículo 5.3 del Convenio de 1968 de Bruselas”, *NUE*, Nº 66, 1990, pp. 131-136
- Foss, Morten/ Bygrave, Lee A., “International Consumer Purchases: Jurisdictional Issues pursuant to European Law”, disponible en: http://128.176.101.170/eclip/documents/NRCCL_consumer_jurisdiction.pdf
- Fuentes Mañas, José Blas, “La regla "Lex Loci Delicti Commissi" y normas localizadoras especiales en el reglamento "Roma II"”, *AEDIPR*, pp. 341-352
- Garau Juaneda, Luis, “La conveniencia de una denuncia por parte de España del convenio de La Haya de 1971 sobre responsabilidad civil derivada de los accidentes de circulación”, *AEDIPR*, pp. 497-504
- García de Enterría, Javier/ Velázquez, Lorenzo, “La integración de los mercados europeos de emisiones de valores. La directiva de folletos”, en la obra colectiva” en *El espacio financiero único de la Unión Europea*, Marcial Pons 2005, pp. 292-342

- García Riestra, Manuel, “La Sociedad Anónima Europea”, N° 4, 2002, *IDEE*,
http://www.idee.ceu.es/access.php?file=/secure/docs/publicaciones/DocumentosTrabajo/GarciaRiestra_4_2002.pdf
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “Las cláusulas de elección de foro: fallos del mercado y abuso de derecho”, *REDI*, n°.2, 1998, pp. 103-119
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “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”, *RDCE*, Número 6, 1999, pp. 419-428
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “La *Sitztheorie* es incompatible con el Tratado CE: (algunas cuestiones del derecho internacional de sociedades iluminadas por la sentencia TJCE de 9 de marzo de 1999)”, *RDM*, N° 232, 1999, pp. 645-686
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “El Tratado CE y la *Sitztheorie*: el TJCE considera (-por fin-) que son incompatibles”, *REDI*, Vol. 51, N° 1, 1999, pp. 295-297
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “La sentencia "*Centros*": Una visión a través de los comentarios”, *REEI*, N°. 1, 2000
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “La Sentencia "*Centros*": el status *quaestionis* un año después” *NUE*, N° 195, 2001, pp. 79-96
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “Los trabajos de la Conferencia de la Haya sobre valores anotados en intermediarios financieros”, *REDI*, Núm. LIII-1/2, enero 2001
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “El reglamento de la sociedad europea: una primera lectura” *GJUEC*, 2002 Núm. 217 pp. 7-38
- Garcimartín Alférez, Francisco J., *Derecho de sociedades y conflictos de leyes: una aproximación contractual*, Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas, DL 2002
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “La sentencia "*Überseering*" y el reconocimiento de sociedades extranjeras: se podrá decir más alto, pero no más claro”, *RDM*, N° 248, 2003, pp. 663-682
- Garcimartín Alférez, Francisco J., "El Convenio de La Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario", *RDBB*, num. 90, 2003, p. 163-189

- Garcimartín Alférez, Francisco J., “Derecho de sociedades: problemas de ley aplicable”, *Instituciones de derecho privado* / coord. por Juan Francisco Delgado de Miguel, Vol. 6, Tomo 1, 2003, pp. 21-154
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “Derecho de sociedades y conflictos de leyes: la determinación de la Lex societatis y su ámbito de aplicación”, *CDJ*, N° 19, 2004 (Ejemplar dedicado a: Novedades legislativas en materia de sociedades), pp. 67-176
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “La tenencia indirecta de valores” *Tribuna Expansión*, 28 de julio de 2004, p. 63
- Garcimartín Alférez, Francisco J., "Direct and indirect holding: the challenges of the functional approach", UNIDROIT seminar on intermediated securities, Bern, Suiza, 15-17 septiembre 2005. El trabajo está realizado en el marco del proyecto UNIDROIT de Convención on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, en www.unidroit.org
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems”, *InDret*, enero 2006
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “La libertad de establecimiento y el reconocimiento de los tipos societarios extranjeros: una revisión de la jurisprudencia del TJCE”, *NUE*, 2006 Núm. 252, pp. 131-142
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “Un apunte sobre la llamada "regla general" en el reglamento "Roma II"”, *AEDIPR*, N°. 7, 2007, pp. 241-250
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “Cross-border listed companies”, *Recueil des cours / Académie de Droit International = Collected courses of The Hague Academy of International Law*, Vol, 328, 2007
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “La cotización de sociedades españolas en mercados extranjeros: el rompecabezas normativo”, *RDMV*, N° 3, 2008, pp. 135-146
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “El reglamento “Roma I” sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales: ¿Cuándo ha cambiado el Convenio de Roma de 1980?”, *La Ley*, N° 6957, 30 de mayo de 2008
- Garcimartín Alférez, Francisco J., “Acuerdos de garantía financiera y riesgo concursal: un estudio de los problemas de ley aplicable”, *RDCP*, N°. 9, 2008, pp. 75-86
- Garcimartín Alférez, Francisco J., "La sentencia del TJCE “Überseering”:
se podrá decir más alto, pero no más claro”, en

<http://www.uam.es/centros/derecho/privado/mercanti/investigacion/fga%20-%20Nota%20uberseering.pdf>

Garcimartín Alférez, Francisco J./ Gómez-Sancha Trueba, Ignacio , “Los trabajos de UNIDROIT sobre valores depositados en intermediarios”, *AEDIPR*, N°. 5, 2005, pp. 1233-1246

Garcimartín Alférez, Francisco J./ Gómez-Sancha Trueba, Ignacio , "Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional", *RDMV*, N°. 1, 2007, pp. 75-130

Gardeñes Santiago, Miguel, *Espacio intracomunitario de relaciones laborales y Derecho Internacional Privado*, Bellaterra, 2002

Garret, Ray, Jr., “Efficiency in transferring securities”, Securities and Exchange Commission, February 21, 1974

Gaudemet-Tallon, Hélèn, *Compétence et exécution des jugements en Europe: Règlement n° 44/2001 Conventions de Bruxelles et de Lugano*, 3ra edición, Paris: Librairie générale de droit et de jurisprudence, 2002

Gaudemet-Tallon, Hélène, “Quelques réflexions à propos de trois arrêts récents de la Cour de cassation française sur l’art. 5-1 et de l’avis 1/03 de la Cour de justice des Communautés sur les compétences externes de la Communauté”, en Bonomi, Andrea/Cashin Ritaine, Eleanor/Romano Gian, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 97- 108

Geist Michael A., "Is there a there there? Toward greater certainty for internet jurisdiction", <http://www.law.berkeley.edu/journals/btlj/articles/vol16/geist/geist.pdf>

Gete-Alonso y Calera, María del Carmen, “Apuntes para una explicación de la modificación y novación de la relación obligatoria”, *Homenaje al profesor Juan Roca Juan*, 1989, pp. 303-320

Gil Nievas, Rafael, “El proceso negociador del reglamento "Roma II": obstáculos y resultados”, *AEDIPR*, pp. 109-185

Gillies L., "A Review of the New Jurisdiction Rules for Electronic Consumer Contracts within the European Union", Commentary, 2001, *JILT*, http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/law/elj/jilt/2001_1/gillies

Gillies, Lorna, *Electronic Commerce and International Private Law. A Study of Electronic Consumer Contracts*, Ashgate, 2008

- Gilmore, Grant, *Security interests in personal property*, The Lawbook exchange Ltd., New Jersey, 1999
- Giuliano, Mario/ Lagarde, Paul. "Informe relativo a Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales". *DO*, C 282 de 31 de octubre de 1980
- Goetzmann, William N., *Los orígenes de las finanzas: las innovaciones que crearon los modernos mercados de capitales*, Madrid: Empresa Global, cop. 2006
- Goldberg, Linda/ Kambhu, John, Mahoney/ James M./ Radecki, Lawrence/ Sarkar, Asani, "Securities Trading and Settlement in Europe: Issues and Outlook", *Current issues in economics and finance, Federal Reserve Bank of New York*, 2002, vol.8, N°4
- Gómez-Sancha Trueba, Ignacio, "Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro, compensación y liquidación de valores", *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros Europeos*, 2006
- Gómez-Sancha Trueba, Ignacio, "Indirect holdings of securities and exercise of shareholder rights (a Spanish perspective)", *CMLJ*, Vol. 3, N° 1, enero 2008, pp. 32-57
- González Beilfuss, Cristina, *El Trust: la institución angloamericana y el derecho internacional privado español*, Barcelona: Bosch, Casa Editorial, 1997
- González Castilla, Francisco, *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta organización del sistema y derechos del socio*, Valencia Tirant lo Blanch Universitat de València 1999
- González Granda, Piedad, *Extensión y límites de la jurisdicción española. Análisis sistemático del art.22 de la Ley Orgánica de Poder Judicial*. Barcelona, Bosch Editor, 1992
- González Granda, Piedad, "V.1. Sujetos y actuaciones del proceso; Las costas procesales en Comentarios a la nueva ley de enjuiciamiento civil", coordinado por Cortés Domínguez, Valentín, *La nueva ley de enjuiciamiento civil*, Madrid Técno, 2000, pp. 414
- González Granda, Piedad, *Comentarios a la nueva ley de enjuiciamiento civil*, AA.VV., coord. por Cortés Domínguez, Valentín
- González Granda, Piedad, "Protección judicial de consumidores y usuarios en el ámbito del comercio electrónico", *Indret*, N°. 4, 2007

- González Vaqué, Luis, “Las nociones consumidor medio y miembro medio de un grupo particular de consumidores en el Reglamento n° 1924/2006 (declaraciones nutricionales y de propiedades saludables en los alimentos)” *GJUEC*, N° 247, 2007, pp. 9-19
- Goode, Roy, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, *The future for the global securities market*, Clarendon Press, Oxford, 1996
- Goode, Roy/ Kanda, Hideki/ Kreuzer, Karl, *Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities* 2005, Koninklijke Brill, (Explanatory Report)
- Gordon, Jeffrey N., “The Mandatory Structure of Corporate Law”, *ColLR*, 1989, vol. 89, pp. 1549-1598
- Gothot, Pierre, *La Convención de Bruselas de 27 de Septiembre 1968: competencia judicial y efectos de las decisiones en el marco de la CEE*, Madrid, La Ley, DL 1986
- Graves, Jack M., “Party Autonomy in Choice of Commercial Law: The Failure of Revised U.C.C. § 1-301 and a Proposal for Broader Reform”, *SHLR*, 2005, Vol. 36, pp. 59-123
- Green, Eduard F., “The sixth annual A.A. Sommer, jr. Lecture on corporate, securities and financial law”, *FJCFL*, 2006, 11, 4 pp. 697
- Griffiths, Andrew, *Contracting with companies*, Oxford Portland, 2005
- Gross, Jill / Black, Barbara, “Perceptions of Fairness of Securities Arbitration: An Empirical Study”, University of Cincinnati Public Law Research Paper No. 08-01, 2008, SSRN-id1093524.pdf
- Gross, Jill / Black, Barbara, “When Perception Changes Reality: An Empirical Study of Investors' Views of the Fairness of Securities Arbitration”, *OSJDR*, Vol. 24, p. 349, 2008, SSRN-id1471354.pdf
- Gross, Jill, “McMahon Turns Twenty: The Regulation of Fairness in Securities Arbitration”, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 76, No. 2, 2007, SSRN-id1262461.pdf
- Grundman, Stefan/ Kerber, Wolfgang/ Weatherill, Stephen, *Party autonomy and the role of information in the internal market*, de Ruyter, 2001
- Grundmann, Stefan, *European company law organization, finance and capital markets*, Antwerpen: Intersentia, 2007

- Grudmann, Stefan/Möslein, Florian, "Golden shares, State control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects", SSRN-id410580.pdf
- Gruson, Michael, "Global Shares of German corporations and their dual listing on the Frankfurt and New York Stock Exchange", *U.Pa.J.Int'l.Econ.L.*, vol. 22, 2001, pp. 185-283
- Guadamillas, Mario, Keppler, Robert, "Securities clearance and settlement system. A guide for best practice", Banco Mundial, Policy Research Working Paper, N° 2581, abril 2001, en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=632650
- Guardans i Cambó, Ignasi, *Contrato internacional y derecho imperativo extranjero: de la jurisprudencia comparada al Convenio de Roma de 19-6-1980*, Pamplona: Aranzadi, 1992
- Guojian, Xu, "Contract in Chinese Private International Law", *ICLQ*, Volume 38, Issue 03, Jul 1989, pp 648-653
- Gutiérrez Dorronsoro, Carmen, *La Sociedad anónima europea*, Barcelona: Bosch, 2004
- Guttman, Egon, "Transfer of securities: state and federal interaction", *CarLR*, 12, 1990, pp. 437-464
- Guynn, Randall D., "Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws", Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association, 1996
- Guynn, Randall D / Marchand, Nancy .J. "Transfer or pledge of securities held through depositories", en en Van Houtte, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998, pp. 47-72
- Guyon, Yves, Ghestin/ Jacques *Traité des contrats. Les Sociétés: aménagements statutaires et conventions entre associés*. 2e éd., Paris: Librairie générale de droit de jurisprudence, cop. 1995
- Guzmán Zapater, Mónica "El artículo 5.1 del Convenio de Bruselas de 27 de septiembre de 1968 y su interpretación jurisprudencial por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas", *RIE*, vol. 12, núm. 2, 1985, pp. 399-428
- Guzman Zapater, Mónica, "La prorrogación de competencias en los contratos de venta incluidos por consumidores" *REDI*, Vol. 39, N° 2, 1987, pp. 447-476

- Guzmán Zapater, Mónica: Cesión de crédito y noción de consumidor: segunda decisión del TJCE sobre la competencia judicial internacional en materia de contratos de consumo en el Convenio de Bruselas, *La Ley - Comunidades Europeas* 1993 n° 82 p.1-7
- Haentjeans, Matthias, *The law applicable to indirectly held securities*, Sdu Uitgevers, La Haya, 2006
- Haentjeans, Matthias, *Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, cop. 2007
- Hakes, Russell A. "UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day?", 2002, vol. 35 *LLR*, pp. 661- 786
- Heiss, Helmut, "Party Autonomy", en Ferrari, Franco/ Leible, Stefan, *Rome I Regulation: The Law Applicable to Contractual Obligations in Europe*, Seller, 2009, pp. 1-16
- Hernández Fernández, Asunción, "La protección del consumidor transfronterizo intracomunitario. Cuestiones de derecho internacional privado" *Estudios sobre Consumo*, 79 (2006) (Monográfico), pp.17-34
- Heredia Cervantes, Iván, "Las deficiencias de la regla de responsabilidad múltiple del reglamento "Roma II"", *AEDIPR*, pp. 277-285
- Herrero Perezagua, Juan Francisco, *Jurisdicción y competencia en materia de consumidores*, Cizur Menor Thomson Aranzadi 2007
- Hess, Burkhard/Pfeiffer Thomas/Schlosser Peter, *Brussels I-regulation (EC) no 44/2001: the Heidelberg Report on the application of regulation Brussels I in 25 Member States* (Study JLS/C4/2005/03), München: C. H. Beck, 2008
- Hill, Jonathan, "Choice of law in contract under the Rome Convention: the approach of the UK courts", *ICLQ*, volume 53, 2004, pp. 325-350
- Hohloch, Gerhard, "Place of Injury, Habitual Residence, Closer Connections and Substantive Scope - the Basic Principles", *YPIL*, 2007, pp. 1-18
- Hopt, Klaus J. "The European insider dealing directive", en HOPT, Klaus J. y Wymeersch (dir.): *European insider dealing*, London/ Boston, 1991
- Iglesias Buhigues, José Luis, "El largo camino del reglamento "Roma II"", *AEDIPR*, pp. 97-108

- Jametti Greiner, Monique, "L'espace judiciaire européen en matière civile: la nouvelle Convention de Lugano" en en Bonomi, Andrea/Cashin Ritaine, Eleanor/Romano Gian, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 11-23
- Janssens, T., "The Shearson judgment of the European Court of Justice: Problems raised by the "Europeanisation" and "Communitisation" of the term "Consumer" in the Brussels Jurisdiction and Jurisdiction Convention", 1995, 4 *ERPL*, pp. 605-612
- Jeanneret, Vincent, *Aspects juridiques du commerce électronique*, Zurich: Schulthess, cop. 2001
- Jiménez Blanco, Pilar, "El régimen de las acciones directas en el reglamento de "Roma II"", *AEDIPR*, 2007, pp. 287-313
- Johansson, Erica, *Proprietary rights in investment securities and the doctrine of specificity*, 2008, Springer
- Johnson, A., "The law applicable to shares" en Van Houtte, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998
- Johnson, Jennifer J./Brunet, Edward, "Substantive Fairness in Securities Arbitration", *UCLR*, Vol. 76, 2007, Lewis & Clark Law School Legal Studies Research Paper No. 2007-11, SSRN-id1028339.pdf
- Joseph, David, *Jurisdiction and arbitration agreements and their enforcement*, Sweet & Maxwell, 2005
- Juenger, Friedrich K., *Selected essays on the conflict of laws*, Ardsley, Transnational Publishers, cop. 2001
- Juenger, Friedrich K./ Sánchez Lorenzo, Sixto, "Conflictualismo y lex mercatoria en el Derecho internacional privado", *REDI*, Vol. 52, N° 1, 2000, pp. 15-48
- Kadner Graziano, Thomas, "The Rome II Regulation and the Hague Conventions on Traffic Accidents and Product Liability – Interaction, conflicts and future perspectives", *NIPR*, 2008, no. 4, pp. 425-429
- Kahan Marcel/ Rock, Edward B., "The Hanging Chads of Corporate Voting", *Georgetown Law Journal*, Vol. 96, p. 1227, 2008, *U of Penn, Inst for Law & Econ* Research Paper No. 07-18, ssrn: SSRN-id1370993.pdf

- Kanda, Hideki, "Legal Rules on Indirectly Held Investment Securities: The Japanese Situation, Common Problems, and the UNIDROIT Approach", *ULR*, 2005, vol. 1-2, pp. 271-277
- Kassis, Antoine, *Le Nouveau droit européen des contrats internationaux*, Paris : Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1993, pp. 187-226
- Katsoris, Constantine N., Fisch, Jill E, Spitzer, Eliot. "The fifth annual Albert A. Destefano lecture on corporate, securities & financial law", *FJCFLL*. New York: 2005. Tomo 11, N° 1, pp. 1-30
- Kemperink, Guus, Stuyck Jules, "The Thirteenth Company Law Directive and competing bids", *CMLR*, N° 45, 2008 pp. 93-130
- Kerr, J.J., "Court jurisdiction and arbitration over Misrepresentation in US securities transaction" en Van Houtte, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998, pp. 225-256
- Khimji, Mohamed F., " Intermediary credit risk: a comparative law analysis of property rights in indirectly held securities", *JBL*, N° 3 (May), 2005, pp. 287-325
- Kirchner, Christian/ Painter, Richard W./ Kaal, Wulf A., "Regulatory Competition in EU Corporate Law after 'Inspire Art': Unbundling Delaware's Product for Europe", *ECFLR*, 2005 Vol.2 n° 2 p.159-206
- Kramer, Xandra E., "The Rome II Regulation on the Law Applicable to Non-Contractual Obligations: The European private international law tradition continued. Introductory observations, scope, system, and general rules", *Nederlands Internationaal Privaatrecht (NIPR)*, 2008, no. 4, p. 414 – 424, disponible en SSRN-id1314749.pdf
- Kronke, Herbert, "Applicable law in torts and contracts in Cyberspace" en Boele-Woelki, Catherine/ Kessedjian, Katharina, *Internet, Which Court Decides?, Which Law Applies?*, La Haya, Kluwer, 1998, pp. 65-88
- Kronke, Herbert, Capital markets and conflict of laws. *Recueil des cours / Académie de Droit International = Collected courses of The Hague Academy of International Law*, 2000, pp. 245-386
- Kronke, Herbert, "The Draft UNIDROIT Convention on Intermediated Securities: Transactional Certainty and Market Stability", en *Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law*, Fondo Monetario Internacional, Vol.5, 6 de noviembre de 2008, pp. 619-643

- Kumpan, Christoph, "Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems", *ECFR*, 4/2006, pp. 383- 407
- Lafuente Sánchez, Raúl, *Contratos internacionales electrónicos de fondos de inversión*, Barcelona [etc.]: Marcial Pons, 2008
- Lando, Karel/ Levin, Mattias, "The Securities Settlement Industry in the EU- Structure, Costs and the Way Forward", Centre for European Policy Studies, CEPS research report, diciembre 2001, en <http://www.ceps.be>
- Lara Aguado, Ángeles, *La contratación transfronterizas de los valores negociables en la Unión Europea*, Comares, Granada, 2002
- Largo Gil, Rita, "La sociedad anónima europea y el estatuto de la sociedad cotizada", *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)* / coord. por Fernando Rodríguez Artigas, Vol. 2, 2006, pp. 1577-1619
- Lastre Álvarez, Carlos, *Manual sobre protección de los consumidores y usuarios*, Dykinson, Madrid, 2003
- Lauterfeld, Marc, "'Centros" and the EC Regulation on Insolvency Proceedings: The End of the "Real Seat" Approach towards Pseudo-foreign Companies in German International Company and Insolvency Law?", *EBLR*, 2001 p.79-88
- Lehman, Matthias, "Financial instruments" en Ferrari, Franco/ Leible, Stefan, *Rome I Regulation: the Law Applicable to Contractual Obligations in Europe*, Seller, 2009, pp. 85-98
- Leible, Stefan, "El alcance de la autonomía de la voluntad en la determinación de la ley aplicable a las obligaciones contractuales en el reglamento "Roma II"", *AEDIPR*, 2007, pp. 219-239
- Leible, Stefan, "Mercado interior, comercio electrónico y protección del consumidor", *Estudios sobre Consumo*, 85, 2008, pp. 9-22
- Lein, Eva, "La compétence en matière contractuelle: un regard critique sur l'article 5 § 1er de la nouvelle Convention de Lugano, en Bonomi, Andrea/Cashin Ritaine, Eleanor/Romano Gian, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 41-64
- Lenda, Peter, "The choice-of-law in European electronic commerce contracts", disponible en: http://128.176.101.170/eclip/documents/PIL_european_electronic_commerce_contracts.pdf

- Lete Achirica, Javier, “La regulación de la venta a distancia de servicios financieros en la Comunidad Europea ¿una apuesta de futuro?”, *La Ley*, 1999, Ref. D-113, Tomo 2
- Li, Dong-lai, “The Foreign Economic Contract Law of China: Case and Analysis”, No 7, William Davidson Institute at the University of Michigan, en <http://www.wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp7.pdf>
- Linciano, Nadia, Siciliano, Giovanni, Trovatore, Gianfranco, “The Clearing and Settlement Industry: Structure, Competition and Regulatory Issues”, CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), Mayo 2005, en SSRN-id777508.pdf
- Löber, Klaus M., “The Developing EU Legal Framework for Clearing and Settlement of Financial Instruments”, Banco Central Europeo, 2006, http://ssrn.com/abstract_id=886047
- Loeber, K.M., "The Changing Legal Landscape for Clearing and Settlement in the European Union", *ULR*, 2005, vol. 1-2, pp. 155-188
- López- Galiano Perona, Javier” La firma electrónica de la persona jurídica: una alteración del sistema clásico de representación”, *BIMJ*, Año 59, N° 1999, 2005, pp. 3887-3907
- López Rodríguez, Ana María, “Autonomía de la voluntad y nueva "*lex mercatoria*" en el futuro derecho conflictual europeo”, *Hacia un derecho conflictual europeo: realizaciones y perspectivas: Verso un diritto internazionale privato europeo: risultati e prospettive* / coord. por Di Filippo, Marcello/ Campuzano Díaz, Beatriz/Rodríguez Benot, Andrés/ Rodríguez Vázquez/María Angeles, 2008, pp. 43-63
- López-Tarreuella Martínez, Aurelio, “Especial referencia al Reglamento Roma II sobre la ley aplicable a las obligaciones no contractuales”, <http://www.uaipit.com/archivos/2009/uaipit20090206-AurelioLopezTarruella.pdf>
- Lorna E. Gillies, *Electronic Commerce and International Private Law: A Study of Electronic Consumer Contracts, Markets and the law*, Ashgate Publishing, Ltd., 2008
- Loss, Louise, Seligman, Joel, *Fundamentals of securities regulation*, 3 ed., LITTLE, BROWN AND COMPANY, CANADA, p. 594
- Loussouarn, Yvon/Trochu, Michel, “Conflits de lois en matière de sociétés”, *JCDI*, 1997, Fasc. 564-30

- Loussouarn, Yvon/Trochu, Michel, “La nationalité des sociétés” *JCDI*, 1995, Fasc. 564-10
- Magnus, Ulrich, “Article 4 Rome I Regulation. The applicable law in absence of choice” en Ferrari, Franco/ Leible, Stefan, *Rome I Regulation: the Law Applicable to Contractual Obligations in Europe*, Seller, 2009, pp. 27-50
- Magnus, Ulrich/Mankowski, Peter, *Brussels I Regulation*, München: Sellier European Law Publishers, cop. 2007
- Malatesta, Alberto, *The unification of choice of law rules on torts and other non-contractual obligations in Europe: the "Rome II" proposal*, Padova, CEDAM, 2006
- Mari, Luigi, “La subrogación en el reglamento (CE) n° 864/2007: aspectos problemáticos”, *ADIPR*, 2007, pp. 267-276
- Marín López, Juan José, “Los servicios financieros y las nuevas tecnología y la comunicación: la Directiva 2002/65/CE, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores”, *Estudios sobre el consumo*, N° 76, enero 2006
- Markus, Alexander R., “La compétence en matière contractuelle selon le Règlement 44/2001 «Bruxelles I» et la Convention de Lugano révisée à la suite de l’arrêt CJCE Color Drack”, en Bonomi, Andrea/Cashin Ritaine, Eleanor/Romano Gian, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 23-40
- Márquez Lobillo, P.: “La prestación de servicios de certificación en la Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica”, *RCE*, (47), marzo 2004, pp. 3-37
- Martín Pérez, Antonio, “Título V. De la posesión”, en Albaladejo Manuel, Díez Alabart, Silvia, *Comentarios al código Civil, Tomo VI, Artículos 430 a 466 del Código Civil*, Edersa, 2005
- Martínez Cañellas, Anselmo M. “La interpretación jurisprudencial de la Convención de Viena sobre compraventa internacional de mercaderías - especial consideración a la jurisprudencia española” http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1147388
- Martínez Cañellas, Anselmo, *La Interpretación y la integración de la Convención de Viena sobre la Compraventa Internacional de Mercaderías, de 11 de abril de 1980*, Granada: Comares, 2004

- Martínez Nadal, A.: “Firma electrónica, certificados y entidades de certificación: la nueva Ley 59/2003, de firma electrónica”, *RCE*, 47, marzo 2004, pp. 73-103
- Martínez-Echevarría y García de Dueñas, Alfonso, *Valores mobiliarios anotados en cuenta: concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona: Aranzadi, cop. 1997
- Mayer, Pierre, Heuzé, Vincent, *Droit international privé*, 8e éd. Paris: Montchrestien, cop. 2004
- Méndez Pinedo, Elvira, *La protección de consumidores en la Unión Europea. Hacia un Derecho procesal comunitario europeo*, Marcial Pons, 1998
- Mendoza, Jose Miguel “Securities regulation in low-tier listing venues: the rise of the alternative investment market”, *FJCFL*, 2008, 13, 2, p. 257
- Menéndez Menéndez, Aurelio, “Emisión de obligaciones por una sociedad española en el extranjero y su inscripción en el Registro Mercantil español”, *RCDI*, 1988, nº 64, pp. 1247-1256
- Menéndez Sebastián, Paz, “Ley aplicable a las obligaciones contractuales: (Convenio de Roma de 1980)”, *La transposición del derecho social comunitario al ordenamiento español: un balance en el XX aniversario de la incorporación de España a la Comunidad Europea / coord. por Joaquín García Murcia*, 2005, pp. 738-763
- Menéndez Sebastián, Paz, *Competencia judicial y ley aplicable al contrato de trabajo con elemento extranjero*, Valladolid: Lex Nova, 2006
- Menjucq, Michel, *La mobilité des sociétés dans l'espace européen*, Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, cop. 1997, pp. 16-45
- Menjucq, Michel, “La unificación de la noción de domicilio social en Derecho internacional y en el Derecho comunitario de sociedades”, *NUE*, Nº 252, 2006, pp. 103- 109
- Micheler, Eva, “Doctrinal Path Dependence and Functional Convergence: The Case of Investment Securities”, 2006, en SSRN-id880110.pdf
- Micheler, Eva, *Property in securities: a comparative study*, 2007, Cambridge University Press

- Micheler, Eva, "The Legal Nature of Securities - Inspirations from Comparative Law", 2009, en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1481427>
- Miguel Zaragoza, J. De, "Aspectos internacionales de la LOPJ", *BIMJ*, año XL, núm.1441, 25 diciembre 1986, pp. 2375-2385
- Montés Penadés, Vicente Luis, "Artículo 348 y 349", en Albaladejo Manuel, Díez Alabart, Silvia, *Comentarios al Código Civil - Tomo V, Vol 1º: Artículos 333 a 391 del Código Civil*, 2ª edición, 2008
- Mooney, Charles W., Jr "Beyond negotiability: a new model for transfer and pledge of interests in securities controlled by intermediaries". *CarLR*, 1990, pp. 305
- Moreno Catena, Víctor, *La nueva ley de enjuiciamiento civil*, V.1. Sujetos y actuaciones del proceso; Las costas procesales, Madrid Técnos, 2000, pp. 414
- Moya Escudero, Mercedes "Artículo 10, apartado 3", *Comentarios al Código Civil, Capítulo IV. Normas de derecho internacional privado*, Tomo I, Vol 2º: Artículos 8 a 16 del Código Civil, Madrid, Ederesa, 1995
- Moya Escudero, Mercedes, Checa Martínez, M, Velázquez Gradea, J, "Títulos-valor", en *Derecho de Comercio Internacional*, editor, Fernández Rozas, José Carlos, Eurolex, Madrid, 1996, pp. 425-447
- Muñoz Pérez, Ana Felicitas, "Los objetivos y principios de IOSCO y los modelos de supervisión del sistema financiero", *RDMV*, N° 4, Sección Crónica del Mercado de Valores, Enero-Junio 2009, pp. 567-609
- Myners, Paul, "Review Of The Impediments To Voting Uk Shares, Report To The Shareholder Votingworking Group, enero 2004", en <http://www.bba.org.uk/content/1/c4/33/91/164265.pdf>
- Neal, Larry, "Las acciones de la Compañía holandesa de las Indias Orientales" en Goetzmann, William N., *Los orígenes de las finanzas: las innovaciones que crearon los modernos mercados de capitales*, Madrid: Empresa Global, cop. 2006, pp. 182-193
- Newton, Justin, *The uniform interpretation of the Brussels and Lugano Conventions*, Oxford [etc.]: Hart, 2002
- North, Peter Machin, *Contract conflicts. The E.E.C. Convention on the law applicable to contractual obligations: A comparative study*, Amsterdam, 1982

- O'Brien, John/ Smith, Raymond, *Conflict of laws*, 1999, Cavendish Publishing
- Odithan, Fidelis, *The future of the global securities market. Legal and regulatory aspects*, Clarendon Press, Oxford, 1996
- Oliva Blázquez, Francisco, *Compraventa internacional de mercaderías: ámbito de aplicación del Convenio de Viena de 1980*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2002
- Ooi, Maisie, *Shares and other securities in the conflict of laws*, Oxford University Press, 2003
- Oren, Joakim St. "International Jurisdiction over Consumer Contracts in e-Europe", 2003, *Int'l & Comp. L.Q.*, N°52, p. 665
- Oró Martínez, Cristian, "Überseering", *AEDIPR*, 2004, pp.1116-1123
- Ortiz Arce, Antonio, "Normas de Derecho Internacional Privado", en Rams Albesa, Joaquín J., *Comentarios al Código Civil*, Barcelona: J.M. Bosch, 2000-2001, pp. 263-366
- Oteros Fernández, Manuel, *Determinación de la competencia judicial internacional y territorial: sumisión tácita y declinatoria*, Córdoba: Manuel Oteros Fernández, 2002
- Palau Morena, Guillermo, *Responsabilidad civil extracontractual en el derecho europeo*, 2008, Tirant lo Blanch
- Palao Moreno, Guillermo "La aplicación de la regla *forum delicti commissi* (el art.5.3 del Convenio de Bruselas de 1968) en supuestos de difamación por medio de prensa" en *NUE*, N° 141, 1996, pp. 75-82
- Pan, Eric J., "Harmonization of U.S.-EU securities regulation: The case for a single European securities regulator", *LPIB*, Washington: Winter, 2003, Tomo 34, N° 2; pg. 499-536
- Papeil, Anne-Sophie, "La Convention de Lugano et la protection du consommateur", en Bonomi, Andrea/Cashin Ritaine, Eleanor/Romano Gian, Paolo, *La Convention de Lugano. Passé, présent et devenir*, pp. 81-96
- Parra Rodriguez, Carmen, *El Nuevo Derecho Internacional de los contratos*, Bosch, 2001
- Parra Rodríguez, Carmen, "La *derogatio fori*", en Picó i Junoy, Joan, *Presente y futuro del proceso civil*, 1998, pp. 135-142

- Payne, Jennifer, "Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK", en *Intermediated securities: legal problems and practical solutions*, Gullifer L./ Payne, J., editores., 2009, El artículo se puede consultar en Oxford Legal Studies Research Paper No. 18/2009, SSRN-id1431005.pdf
- Paz Ares, Cándido, "La desincorporación del título valor (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)"- *El nuevo mercado de valores: seminario sobre el nuevo Derecho español y europeo del Mercado de Valores*, 1995, pags. 81-106, Texto de la Conferencia dictada en el Colegio Notarial de Madrid en día 21 de febrero de 1995. El artículo está publicado, asimismo, en la Revista de derecho mercantil, N° 219, 1996, pp. 7-34
- Paz Ares, Cándido, Garcimartín Alférez, Francisco J., "Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros", *RDM*, 2000, pp. 1479-1519
- Paz-Ares, Cándido, "Art. 9.11º", Rodríguez-Cano, Rodrigo Bercovitz, *Comentarios al Código civil*, Elcano Aranzadi cop. 2001
- Peach, Philipp, "Harmonising substantive rules for the use of securities held with intermediaries as collateral: the UNIDROIT project", *ULR*, 2002-4, pp. 1140-1161
- Peach, Philipp, UNIDROIT Secretariat, "Explanatory Notes to the Preliminary Draft UNIDROIT Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary", *ULR*, 2005-1/2, pp. 36-114
- Pellisé, Cristina, "Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas", *RJC*, 1999 pp.1243-1246
- Peña Bernardo de Quiros, M., "Artículo 28", en Albaladejo, Manuel / Díaz Alabart, Silvia, *Comentarios al Código civil y compilaciones forales*, 3ªed.
- Pérez Carrillo, Elena F., *Estudios de derecho mercantil europeo*, Madrid Marcial Pons 2005
- Pereznieto Castro, Leonel, "La responsabilidad extracontractual en México y las nuevas leyes sobre la materia", *AEDIPR*, pp. 369-373
- Pezzolo, Luciano, "Fibonacci y deudas gubernamentales en las ciudades-estado italianas 1250-1650", en Goetzmann, William N., *Los orígenes de las finanzas: las innovaciones que crearon los modernos mercados de capitales*, Madrid: Empresa Global, cop. 2006, pp. 160-181

- Pitel, Stephen, "Choice of law for unjust enrichment: Rome II and the common law", *NIPR*, 2008, no. 4, p. 456-463
- Plender, Richard, *The European contracts Convention: the Rome Convention on the choice of law for contracts*, London: Sweet & Maxwell, 1991
- Pocar, Fausto, "The new Lugano Convention on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgments in civil and commercial matters", *YPIL*, 2008, pp. 1-18
- Potok, Richard, "General introduction: legal nature of interests in the indirectly held securities and resulting conflict of laws analysis", en *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, Butterworths, 2002
- Potok, Richard, *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, Butterworths, 2002
- Potok, Richard, "The Hague securities convention- closer and closer to a reality", *JBFLP*, 2004, n° 15, pp. 204-220
- Prats Albentosa, Lorenzo, "El Reglamento UE, ROMA I, sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales", *La Ley*, N° 6978, 2008
- Prentice Robert "Whither securities regulation? Some behavioral observations regarding proposals for its future", *DLJ*, N° 51, 2002, p. 1397-1511
- Pretto, Arianna, "Comparative Personal Property- The Case of Shares"- *Global Jurist Advances*, Volume 1, Issue 1, 2001
- Quiñones i Escámez, Anna, "Evolución de la admisibilidad de la cláusula atributiva de competencia internacional en derecho español y comparado. Incidencia de las leyes de protección al consumidor y de reglamentación de las condiciones generales de la contratación", *RJC*, Vol. 86, N° 3, 1987, pp. 657-696
- Quiñones i Escámez, Anna, "La protección de los intereses económicos de los intereses de los consumidores en una Europa ampliada y sin fronteras interiores", *GJUE*, 217. 2002. pp.75-91
- Quiñones i Escámez, Anna, "Incorrecta transposición de la noción de "vínculo estrecho con el territorio comunitario" de las Directivas de consumo (STJCE de 9-9-2004, as. 70/03 Comisión c/ España), *RDCE*, Año n° 9, N° 21, 2005, pp. 537-550

- Quiñones Escámez, Ana, “Ley aplicable a los contratos internacionales en la Propuesta de Reglamento “Roma I” de 15.12.2005” *Indret*, N°. 3, 2006
- Ragno, Francesca, “The law applicable to consumer contracts under the Rome I Regulation” en Ferrari, Franco/ Leible, Stefan, *Rome I Regulation: The Law Applicable to Contractual Obligations in Europe*, Seller, 2009, pp. 129-170
- Rammello, Stephan, *Corporations in private international law a European perspective*, Oxford [etc.] Oxford University Press cop. 2001
- Recalde, “Los valores negociables”, en Alonso Ureba, Alberto /Martínez-Simancas, Julián, *Derecho del mercado financiero*, I-2, pp. 265 y sigs., p. 301
- Reig Fabado, Isabel, “El Convenio de Roma de 1980 sobre contratos internacionales: problemática de su interpretación”, *RGD*, N° 627, 1996, pp. 13215-13230
- Reig Fabado, Isabel, “La ratificación por España de los Protocolos interpretativos anexos al Convenio de Roma de 19 de junio de 1980 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales”, *El derecho de la unión europea: 20 años después de la adhesión de España* / coord. por Valentín Enrique Bou Franch, María Cervera Vallterra, 2007, pp. 343-360
- Requejo Isidro, Marta “Incertidumbres sobre la materia delictual en el Convenio de Bruselas de 27 de septiembre de 1968: método de delimitación y determinación del tribunal competente”, *La Ley*, N° 5709, Año XXIII, 31 Ene. 2003, Ref. D-27
- Reyes López, María José, *Derecho de consumo*, Tirant lo Blanch, Valencia 2002
- Ribstein, Larry E., “From Efficiency to Politics in Contractual Choice of Law”, *GLR*, en SSRN-id340561.pdf
- Ribstein, Larry E., “Market vs. regulatory responses to corporate fraud: A critique of the Sarbana-Oxley 2002”, *JCL*, 2002, SSRN-id332681.pdf
- Rice, Denis T., “Jurisdiction in Cyberspace: which law and forum apply to securities transactions on the Internet?”, *U.Pa.J.Int'lEcon.L.*, Vol.21, N°3, pp. 585-656
- Rocks, Sandra M., “On the U S Commercial Law Response to the Development of Intermediated Securities Holding System”, en

Current Developments in Monetary and Financial Law, Fondo Monetario Internacional, Vol.5, 6 de noviembre de 2008, pp. 555-576

Rodríguez Benot, Andrés, “Establecimiento de una cláusula de elección de foro en los Estatutos de una sociedad anónima. Aplicación del artículo 17 del Convenio de Bruselas al derecho de sociedades”, *La ley - Comunidades Europeas* 1992 N° 78 p. 1-8

Rodríguez Benot, Andrés, *Los Acuerdos atributivos de competencia judicial internacional en derecho comunitario europeo*, Madrid: Beramar, DL 1994

Rodríguez Benot, Andrés “Delimitación de la noción de consumidor en la contratación mercantil internacional a los fines de la determinación del órgano judicial competente según el Convenio de Bruselas de 1968: (Comentario a la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en el asunto C-269/95, "Francesco Benincasa c. Dentalkit SRL", de 3 de julio de 1997)” *La Ley*, N° 6, 1997, pp. 1651-1660

Rodríguez Benot, Andrés “El convenio de Roma de 19 de junio de 1980 veinticinco años después: balance y perspectivas de futuro”, *Estudios sobre contratación internacional / coord. por Calvo Caravaca, Alfonso Luis/ Carrascosa González Javier*, 2006, pp. 497-534

Rodríguez Pineau, Elena, “Ley aplicable a la responsabilidad derivada de actos contrarios a la libre competencia”, *AEDIPR*, pp. 447-464

Rogers, James Stevens “Negotiability, Property and Identity”, *Cardozo Law Review*, Vol. 12, pp. 471-508, 1990, Boston College Law School, Legal Studies Research Paper Series, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=917144>

Rogers, James S., "An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments- Some Lessons from the Article 8 Revision", *ILR*, 1995 vol. 31, pp. 689-698

Rogers James Steven, “Toward International Harmonization of the Commercial Law of the Modern Securities Holding and Transfer System: Some Reflections from the United States Article 8 Revision Project”, en Guynn, Randall D., “Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws”, *Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association*, 1996, pp. 59- 65

Rogers, James S., “Conflict of Laws for Transactions in Securities Held Through Intermediaries”, *Boston College Law School Faculty Papers*, 2005, disponible en: <http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1109&context=bc/b>

- clsfp y en *Cornell International Law Journal*, N° 39, 2006, pp. 285-328
- Romano Roberta, “Empowering investors: A market approach to securities regulation”, *YLJ*, 1998, 107(8), 2359-2430
- Romano Roberta, “Is regulatory competition a problem or irrelevant for corporate governance?”, *OREP*, Vol. 21, No. 2
- Romero García-Mora, Guillermo, “En torno al concepto de « consumidor » en el Derecho Comunitario. A propósito de la STJCE Gruber vs. Bay Wa”, *Actualidad Civil*, N° 22, Quincena del 16 al 31 Dic. 2005, pág. 2704, tomo 2, pp. 2704-2721
- Rose, Norton/ House, Kempson/Street, Camomile, “Law Commission Project on Intermediated Investment Securities, Issues affecting Account holders and Intermediaries”, Second Seminar, 23 Junio de 2006, London EC3A 7AN, en http://www.lawcom.gov.uk/docs/investment_securities_seminar_paper_2.pdf
- Rosenkranz, Timo /Rohde, Eva, “The law applicable to non-contractual obligations arising out of acts of unfair competition and acts restricting free competition under Article 6 Rome II Regulation”, *NIPR*, 2008, no. 4, p. 435-439
- Roth, Wulf-Henning, “Recognition of Foreign Companies in Siège. Réel Countries: A German Perspective”, en Wouters, Jan, Schneider, Hildegard, Bellingwout, Jaap W, *Current issues of cross-border establishment of companies in the European Union*, Antwerpen [etc.] Maklu [etc.] cop. 1995
- Roth, Wulf-Henning, “From Centros to Uberseering- free movements of companies, private international law and community law”, *ICLQ*, vol. 52, 2003, pp. 177-208
- Rranzina, Pietro, “Las relaciones entre el Reglamento Roma I y los convenios internacionales sobre conflictos de leyes en materia contractual” Cuadernos de Derecho Transnacional (Marzo 2009), Vol. 1, N° 1, pp. 92-101
- Rühl Giesela, “Party autonomy in the private international law of contracts: transatlantic convergence and economic efficiency”, *CLPE*, Research Paper 4/2007 Vol. 03 No. 01 (2007)
- Ruiz del Pozo, Francisco Javier/ García Alcubilla, Raquel, *Mercados primarios de valores: admisión a negociación en mercados secundarios oficiales y ofertas públicas de venta o suscripción. Comentario al título III de la Ley de Mercado de Valores, Real Decreto*

1310/2005, a la Orden EHA73537 y el Reglamento CE N° 809/2004, Civitas, 2006

Ryan, Patrick S., "Will there ever be a "Delaware of Europe?" Case C-167/01. Kamer Van Koophandel en Fabrieken Voor Amsterdam v. Inspire Art Ltd. (E.C.J. September 23, 2003)", *CJEL*, 2004, vol 11:2, p. 187, SSRN-id763164.pdf

Sáez Lacave, M., "Una aproximación al derecho de OPAs competidoras (A propósito de una reforma reciente)", *RDBB*, 2003, pp. 7-47

Sanchez Andrés, Aníbal, "Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta", *RDMV*, vol.1, 2007, pp. 3-37

Sánchez Calero, Fernando, *Instituciones de derecho mercantil*, 30a ed. 3a en Aranzadi, Cizur Menor, Navarra Thomson Aranzadi 2007

Sánchez Lorenzo, Sixto, "El Derecho europeo de sociedades y la sentencia "centros": la relevancia de la "sede real" en el ámbito comunitario", *AEDIPR*, 2000

Sánchez Lorenzo, Sixto, *Derecho Privado Europeo*, ed. Comares, 2002

Sánchez Lorenzo, Sixto, "La elección de la Ley aplicable a las obligaciones en el comercio internacional", *RDBB*, n° 14, N° 59, 1995, pp. 703-720

Sancho Villa, Diana, "La dudosa compatibilidad con el Derecho comunitario de la construcción del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea en la sentencia Centros Ltd", *La Ley*, 1999 Vol. 6 p.1851-1860

Sancho Villa, Diana, *La transferencia internacional de la sede social en el espacio europeo*, Madrid: Eurolex, DL 2001, pp. 35-115

Sancho Villa, Diana, "Exclusión de la responsabilidad del estado por actos "Iure Imperii" en Roma II: consideraciones sobre la aplicación del reglamento a la responsabilidad del estado por actos "Iure Gestiones"", *AEDIPR*, 2007, pp. 353-368

Scavone, Robert M., "The New Ontario Securities Transfer Act, 2005: The Coming Revolution in the Law of Securities Transfers", Ontario Bar Association, Institute of Continuing Legal Education, Business Law, 24 de enero 2006, http://www.mcmillan.ca/Upload/Publication/RScavone_TheNewSecuritiesTransferAct2005_0106.pdf

Schroeder, Jeanne L. "Is article 8 finally ready this time? The radical reform of secured lending on Wall Street", *CBLR*, 1994, pp. 291-454

- Schu, Reinhard 'The Applicable Law to Consumer Contracts made over the Internet: Consumer Protection through Private International Law?', *IJLIP*, 1997, 5(2), pp.192-229
- Schuster, Gunnar, "Extraterritoriality of Securities Laws: An Economic Analysis of Jurisdictional Conflicts", *LPIB*, Vol. 26, 1994
- Schuster, Gunnar, "Securities transactions on or of- exchange", Capítulo IV en Van Houtte, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998
- Schwarcz, Steven L/ Benjamin, Joanna, "Indirectly Held Securities and Intermediary Risk", *ULR*, Vol. 2002, No. 1, en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=269349> or DOI: 10.2139/ssrn.269349
- Schwartz, Andreas, "A European regime on international product liability: Article 5 Rome II Regulation", *NIPR*, 2008, no. 4, p. 430-334
- Senés Motilla, Carmen, "Sistema de competencia judicial internacional en el ámbito civil, el art.22 LOPJ" *JRDP*, 1986, pp. 683-698
- Seuba Torreblanca, Joan C., "Derecho de daños y Derecho internacional privado: algunas cuestiones sobre la legislación aplicable y la Propuesta de Reglamento "Roma II"", *RCAO*, 2005, <http://www.raco.cat/index.php/InDret/article/view/79276/103416>
- Siems, Mathias, "Convergence, competition, Centros and conflicts of law: European company law in the 21st century", 27(1) *ELR*, (2002), pp.47-59
- Spink, Eric T., "The Influence of UCC Article 8 on Canadian Securities Transfer Law: Is There Room For A Canadian Dialect in Global Commercial Language?", en <http://www.ciaj-icaj.ca/english/publications/LD83Spink.pdf>
- Sommer, Joseph H., "International securities holding and transfer law", N° 18, 2001, pp. 685-710
- Steinberg, Marc I./Michaels Lee E., "Disclosure in Global Securities Offerings: Analysis of Jurisdictional Approaches, Commonality and Reciprocity", 20 *MICH. J. INT'L L.* 1999, 207, 236
- Stone, Peter, *EU private international law: harmonization of laws*, Cheltenham, UK [etc.]: Edward Elgar, cop. 2006
- Stout, Lynn A., "Trust Behavior: The Essential Foundation of Securities Markets", Law-Econ Research Paper No. 09-15, 2009, SSRN-id1442023.pdf

- Suquet Capdevila, Josep, *Las cláusulas de elección de foro insertas en condiciones generales en la contratación internacional por Internet*, 2002
- Suquet Capdevila, Josep, *Las cláusulas de elección de foro insertas en condiciones generales en la contratación internacional por Internet*, trabajo de investigación dirigido por Dra. Blanca Vilà Costa, Universitat Autònoma de Barcelona 2002
- Symeonides, Symeon C., “Rome II and Tort Conflicts: A Missed Opportunity”, *AJCL*, Vol. 56, 2008
- Tapia Hermida, Alberto Javier, “El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, 2008/20 Mayo 2008, <http://www.ucm.es/eprints/7900/01/A.%5FTapia.R%C3%A9gimen%5FOPAs.pdf>
- Teichmann, Christoph, “La Societas Europaeae (SE) entre el Derecho nacional y el europeo”, *NUE*, 2006 Núm. 252, pp. 111-127
- Tirado Robles, Carmen, *La competencia judicial en la Unión Europea*, 1995, Barcelona, Bosch
- Than, Jürgen, “Cross-Border Safe Custody and Settlement of Securities Transactions: Some Aspects under German Law”, International Bar Association
- Than, Jurgen, "The Preliminary Draft Unidroit Convention and Capital Market Practice in Germany", *ULR*, 2005, vol. 1-2, pp. 263- 285
- Thévenoz, Luc, “Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law”, *SLLBF*, Duke Law School Legal Studies Paper No. 170
- Tison, Michel, “Competing for Legal Certainty- The Regime of Dematerialised Securities in Belgian Law”, Financial Law Institute, Universiteit Gent, Working Paper, 2005-06
- Ubertazzi, Benedetta, “El Reglamento CE sobre las pruebas y la descripción de la violación de los derechos de propiedad intelectual”, *AEDIPR*, 2007, pp. 421-445
- Underhill, Geoffrey, “Keeping Governments out of Politics: Transnational Securities Markets, Regulatory Cooperation, and Political Legitimacy”, *RIS*, vol. 21, 1995, pp.251- 273

- Urrea Corres, Mariona, "El régimen de autorizaciones administrativas previas en las empresas privatizadas: Comentario a la Sentencia del TJCE de 13 de mayo de 2003, asunto C-436/00 Comisión de las Comunidades Europeas/ Reino de España", *RDCE*, N°15, año 7, mayo-agosto, 2003
- Valle Zayas, Javier, "Los emisores de valores Latinoamericanos ante el mercado europeo", en *RDM*, n° 141, 2006 y en *Actualidad Jurídica Uría Menéndez. Especial homenaje al profesor D. Rodrigo Uría González en el centenario de su nacimiento*, 2006, pp. 157- 171.
- Van Houtte, Hans, "Arbitration Involving Securities Transactions", *Arbitration International*, N° 12, 1996
- Van Houtte, Hans "The law applicable to securities transactions: choice of law issues", Odithan, Fidelis, *The future of the global securities market. Legal and regulatory aspects*, Clarendon Press, Oxford, 1996, pp. 69-105
- Van Houtte, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998
- Van Houtte, Hans, "Misrepresentation in securities transaction in Europe: jurisdiction and applicable law", en Van Houtte, Hans, *The law of cross-border securities transaction*, Sweet & Maxwell, 1998, pp. 199-224
- Vasiljeva, Ksenija "1968 Brussels Convention and EU Council Regulation 44 2001 - jurisdiction in the consumer contract concluded online", *ELJ*, Vol. 10, No. 1, 2004, pp.123-142
- Verhagen, Rick, "Book-entry securities and conflict of laws. Transfer and pledge of securities held in international multi-tiered holding systems", *EBLR*, marzo/abril 2000, pp. 112-127
- Viguri Perea, Agustín, *Los contratos comerciales internacionales: análisis de la compraventa desde la perspectiva del derecho comparado: (derecho español, derecho norteamericano, Principios UNIDROIT y Convención de Viena)*, Madrid: Fundación Registral, 2007
- Villani, Ugo, *La Convenzione di Roma sulla legge applicabile ai contratti*, 2ª ed., Bari Cacucci 2000
- Virgós Soriano, Miguel, "El Convenio de Roma de 19 de junio de 1980 sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales", Capítulo XAVI en *Tratado de derecho comunitario europeo: estudio sistemático desde el derecho español*, Madrid: Civitas, 1986, pp. 753-825

- Virgós Soriano, Miguel, *Lugar de celebración y de ejecución de la contratación internacional*. Tecnos, 1989
- Virgós Soriano, Miguel, “La interpretación del Convenio de Roma de 1980 sobre Ley aplicable a las obligaciones contractuales y el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas”, *Noticias CEE*, Nº 61, Año VI, Febrero 1990, pp. 83-94
- Virgós Soriano, Miguel, “La ley aplicable a los contratos internacionales: la regla de los vínculos más estrechos y la presunción basada en la prestación característica del contrato” *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez / coord. por Juan Luis Iglesias Prada*, Vol. 4, 1996, pp. 5289-5312
- Virgós Soriano, Miguel, Garcimartín Alférez, Francisco, *Derecho Procesal Civil Internacional. Litigación internacional*, 2ª ed. 2007, Thomson, Civitas,
- Vischer Frank, “The concept of the characteristic performance reviewed”, en *E pluribus unum: liber amicorum Georges A.L. Droz: on the progressive unification of private international law*, editores: Borrás Rodríguez, Alegría; Léopold Droz, Georges André 1996
- Volders, Bart, “Culpa in contrahendo in the conflict of laws: A first appraisal of Article 12 of the Rome II Regulation”, *Nederlands Internationaal Privaatrecht (NIPR)*, 2008, no. 4, *NIPR*, 2008, p. 464
- Waclawik, Agata, “Company law and securities clearing and settlement: the possible impact of a Shareholder Rights Directive on the legal certainty project”, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/5_9_5_waclawik_en.pdf
- Ware, Stephen J., “What Makes Securities Arbitration Different from Other Consumer and Employment Arbitration?”, *UCLR*, Vol. 76, p. 447, 2008, SSRN-id1118125.pdf
- Welborn, John W., “The 'Phantom Shares' Menace”, *FJCFL*, 2008, Vol. 31, No. 1, pp. 52, SSRN-id1121718.pdf
- Wolfson, Nicholas/ Guttman, Egon, “The net capital rules for brokers and dealers” *SLR*, 1972, vol. 24, pp. 603-648
- Wouters, Jan, Schneider, Hildegard, Bellingwout, Jaap W, *Current issues of cross-border establishment of companies in the European Union*, Antwerpen [etc.] Maklu [etc.] cop. 1995
- Wulf-Henning, Roth, “From Centros to Ueberseering: Free Movement of Companies, Private International law and Community law”, *ICLQ*, 2003 pp.177-208

Yuqing, Zhang – Danhan, Huang, “The New Contract Law in the People's Republic of China and the UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts: A Brief Comparison”, en <http://www.unidroit.org/>

Zabalo Escudero, María Elena “Aspectos jurídicos de la protección al consumidor contratante en el derecho internacional privado”, *REDI*, 1985, Vol. 37, N° 1, pp. 117-119

Zhang, Mo, “Party Autonomy in Non-Contractual Obligations: Rome II and its Impacts on Choice of Law”, *SHLR*, Vol. 39, 2009, Temple University Legal Studies Research Paper No. 2009-15

Zumbansen, Peer/ Saam, Daniel, “The ECJ, Volkswagen and European corporate law: reshaping the European varieties of capitalism”, *CLPE* research paper 30/2007, vol.3, N° 6

INSTITUCIONES COMUNITARIAS Y ORGANIZACIONES INTERNACIONALES

Banco Central Europeo, Dictamen, de 17 de marzo de 2005, solicitado por el Consejo de la Unión Europea, acerca de una 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 final]

Banco de Pagos Internacionales, “Delivery versus payment in securities settlement Systems”, Informe preparado por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación de los Bancos centrales del G10, Basel, Septiembre, 1992, <http://www.bis.org/publ/cpss06.pdf>

Banco de Pagos Internacionales, Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS), Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidación, Marzo 2003, en http://www.bis.org/publ/cpss00b_es.pdf

Banco de Pagos Internacionales, Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), Technical Committee of the International Organization Of Securities Commissions (IOSCO), Consultative Report, enero 2001, “Recommendations for Securities Settlement Systems” Report of the CPSS-IOSCO Joint Task Force on Securities Settlement Systems, en <http://www.bis.org/publ/cpss42.pdf?noframes=1>

Banco de Pagos Internacionales, Cross-border securities settlements, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement

Systems of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, Marzo, 1995

Banco de Pagos Internacionales, Informe de Comité de Basilea de Supervisión Bancaria del Bando Internacional de Pagos, Risk management practices and regulatory capital - cross-sectoral comparison de noviembre 2001

CESAME, The work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group, ("CESAME" group). Solving the industry Giovannini Barriers to post-trading within the EU, Bruselas, 28 Noviembre 2008. El texto completo del documento se puede consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/cesame_report_en.pdf

CPSS/IOSCO, "Metodología para la evolución de las Recomendaciones para los sistemas de liquidación de los valores", Noviembre 2002, <http://www.bis.org/>

Comisión Europea, CESAME Report, "The work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group ("CESAME" group), Solving the industry Giovannini Barriers to post-trading within the EU", 28.11.2008, en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/cesame/cesame_report_en.pdf

Comisión Europea, *Draft Working Document on Post-Trading Activities*, Mayo 2006, en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf

Comisión Europea, Grupo Giovannini, "EU repo markets: opportunities for change", Octubre, 1999

Comisión Europea, Grupo Giovannini, "Co-ordinated public debt issuance in the euro area", Noviembre 2000

Comisión Europea, Grupo Giovannini, "Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union", Bruselas, Noviembre 2001, en http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf

Comisión Europea, Grupo Giovannini, "La compensación y la liquidación transfronteriza en la Unión Europea" "*Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*" Bruselas, Noviembre 2001, First Giovannini Report http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf

Comisión Europea, Grupo Giovannini, Segundo Informe sobre el sistema comunitario de compensación y liquidación, Bruselas, abril 2003

Comisión Europea, Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, “Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea - Un plan para avanzar, /COM/2003/0284 final/,
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:ES:PDF>

Comisión Europea, Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, “Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a seguir” Bruselas, 28.4.2004, COM(2004) 312 final, en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2004:0312:FIN:ES:PDF>

Comisión Europea, Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo – “Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea - Un plan para avanzar”, /COM/2003/0284 final/,
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:ES:PDF>

Comisión Europea, Commission consultation documents of the Services of the Internal Market Directorate General, ‘Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights’, 16 de septiembre 2004, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation_en.pdf, y 13 de mayo 2005,

Comisión Europea, Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios “Informe sobre compensación y liquidación en la Unión Europea”, Ponente, Pii-Noora Kauppi, disponible en [http://www.europarl.europa.eu/registre/seance_pleniere/textes_depotes/rapports/2005/0180/P6_A\(2005\)0180_ES.pdf](http://www.europarl.europa.eu/registre/seance_pleniere/textes_depotes/rapports/2005/0180/P6_A(2005)0180_ES.pdf)

Comisión Europea, Informe de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo sobre el estado actual de integración de los mercados financieros de la UE, 1 de enero 2005. Ponent: Ieke van den Burg
http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004_2009/documents/pr/553/553131/553131es.pdf

Comisión Europea, Informe Final del "Comité sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios" (“Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European Securities

Markets”), Bruselas, 15 de febrero 2001, El texto completo del documento se puede consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf

Comisión Europea, Informe sobre la integración de los mercados financieros presentado por el Comité de servicios financieros, Luxemburgo, 11 de octubre de 2005, 12800/05 (Presse 250) http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ecofin/86764.pdf

Comisión Europea, Legal Certainty Group, “EU Clearing and Settlement, Questionnaire, Horizontal answers”, Bruselas, MARKT/G2/MNCT D(2005)

Comisión Europea, Legal Certainty Group, “Moment of transfer”, por Jürgen Than, 24.02.2006, en http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/24_2_6_than_en.pdf

Comisión Europea, Legal Certainty Group, Clearing and Settlement, Advice, Bruselas, 11 agosto 2006, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/advice_final_en.pdf

Comisión Europea, Legal Certainty Group, *UNIDROIT preliminary draft Convention on harmonized substantive rules regarding securities held with an Intermediary*, 07 de febrero de 2005, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/unidroit_en.pdf ,

Comisión Europea, “Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention” Brussels, 03.07.2006, SEC(2006) 910

Comisión Europea, Libro Blanco sobre la Política de los servicios financieros 2005-2010, publicado el 5 de diciembre 2005. El texto completo se puede consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_es.pdf

Comisión Europea, Libro Verde sobre la política para los servicios financieros 2005-2010, publicado el 3 de mayo de 2005. Texto completo http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/green_es.pdf

Comisión Europea, Libro Verde sobre la revisión del Reglamento (CE) nº 44/2001 del Consejo, relativo a la competencia judicial, el

reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil.

Comisión Europea, Legislation on legal certainty of securities holding and dispositions. Consultation document of the Services of the Directorate-General Internal Market and Services, 2009, en: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/securities-law/hsl_consultation_en.pdf

Comisión Europea, Memorandum of law for the European Commission, DG Markt G1on Securities Account Certainty deriving from conflict law rules and minimum harmonization of material law clauses from the perspective of German Law, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2004-consultation/kaye-scholer_en.pdf

Comisión Europea, Draft Working Document on Post-Trading Activities, Mayo 2006, en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf

Comisión Europea, Resultados del “Intercambio de opiniones” de 18 de julio de 2005 se pueden consultar en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/info-session/results_en.pdf, Bruselas, 28 de julio 2005.

Comité Económico y Social Europeo, Dictamen sobre la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Dir 98-26-CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y la Dir 2002-47-CE sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, “Delivery versus payment in securities settlement systems”, CPSS Publications, 1992

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores, Noviembre 2001, en: <http://www.bis.org/publ/cpss46es.pdf?noframes=1>

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, “Metodología para la evaluación de las “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores”, Noviembre de 2002

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores,

Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores, 2001,
<http://www.bis.org/publ/cpss46es.pdf>

Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo,
Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a
seguir, Bruselas, 28/4/2004 COM(2004) 312 final

Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo:
Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea -
Cuestiones principales y desafíos futuros, COM/2002/0257 final
disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0257:FIN:ES:PDF>

Comunicación de la Comisión, de 2 de julio de 1997, relativa al impacto
de la introducción del euro sobre los mercados de capitales (COM
(97) 337 final)

Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la "Propuesta
de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley
aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I)" COM(2005) 650
final – 2005/0261 (COD), de 13 de septiembre de 2006, DO 318/10
del 23 de diciembre 2006

Dictamen sobre del Comité Económico y Social Europeo sobre la
Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo
sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I)
COM(2005) 650 final — 2005/0261 (COD), DO C 318 de 23.12.2006,
p. 56/61

Financial Markets Law Committee, “Hague Convention on the law
applicable to certain rights in respect of securities held with an
intermediary”

EFMLG, Informe titulado “Proposal for an EU directive on
collateralisation”, Junio 2000, disponible en
http://www.efmlg.org/Docs/efmlg_proposal.pdf

EFMLG, Informe titulado “The money market - Legal aspects of short-
term securities”, Septiembre 2002, disponible en
<http://www.efmlg.org/Docs/efmlgreport.pdf>

EFMLG, Informe titulado “Harmonisation of the legal framework for
rights evidenced by book-entries in respect of certain financial
instruments in the European Union”, junio 2003, disponible en
http://www.efmlg.org/Docs/EFMLG_report_260603.pdf

EFMLG, Informe sobre la “Protection for bilateral insolvency set-off and
netting agreements under EC law”, Octubre 2004

European Financial Market Lawyers Group, *Harmonisation of the legal framework for rights evidenced by book-entries in respect of certain financial instruments in the European Union*, 2003

G-30, Informe "Compensación y liquidación a escala mundial - Plan de acción", 23 de enero de 2003, www.group30.org

Informe Winter: www.minjust.nl:8080/b_organ/wodc/publications/ond02_6.pdf

Informe Schlosser, DOCE N° C-189, de 28 de julio de 1990

Informe sobre el Convenio relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, elaborado por el Sr. P. Jenard, (Informe Jenard), DO C 189, de 28 de julio de 1990

Informe sobre el Convenio relativo a la adhesión del Reino de Dinamarca, de Irlanda y del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte al Convenio relativo a la competencia judicial y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, así como el Protocolo relativo a la interpretación por el Tribunal de Justicia, elaborado por el profesor Dr. P. Schlosser, (Informe Schlosser) DO C 189 de 28 de julio 1990

Informe del Parlamento Europeo del 21 de noviembre de 2007 sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I), (2005/0261(COD)),
<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?jsessionid=2BB96F7D1AE2C1B9212AEFAAD369466B.node2?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A6-2007-0450+0+NOT+XML+V0//ES>

OXEMA (*Oxford Economic Research Associates*), "Corporate action processing: what are the risks?", Informe anual, 2004, http://www.dtcc.com/downloads/leadership/whitepapers/2004_oxera.pdf

Parlamento Europeo, Informe 4 de diciembre de 2002 sobre la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo titulada "Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea, Cuestiones principales y desafíos futuros", (COM(2002) 257 C5-0325/2002 2002/2169(COS)), Ponente: Generoso, Andria, en <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A5-2002-0431+0+DOC+PDF+V0//ES>

Parlamento Europeo, Proyecto de informe sobre compensación y liquidación en la Unión Europea, 24.01.2005

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, N° 783, 2003, pp. 1-18

UNCITRAL Comisión de las Naciones Unidas de Derecho de Comercio Internacional (UNCITRAL), *UNCITRAL Model Law on Procurement of Goods, Construction and Services with Guide to Enactment*, disponible en: <http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/procurem/ml-procurement/ml-procure.pdf>

UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, Report on the transparent systems working group, UNIDROIT 2007, Study LXXVIII, doc. 70, abril 2007, en <http://www.unidroit.org/english/documents/2007/study78/s-78-070-e.pdf>

UNIDROIT Committee of Governmental Experts for the Preparation of a draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities. *Report of the transparent systems working group*

UNIDROIT, *Working Group on so called Transparent Systems – Intercessional Work*, Comments of the People’s Republic of China representative on the draft Working Paper on Transparent Systems (submitted by the Government of the People’s Republic of China), Doc. N° 65, Estudio LXXVIII, marzo 2007

NORMATIVA

Bélgica, *Royal Decree N°62* de noviembre 1976

Holanda- *Wet op het financieel toezicht (Wft)*

Canadá: Securities Transfer Act, S.O. 2006, CHAPTER 8, en vigor desde el 1 de Julio 2007, http://www.e-laws.gov.on.ca/html/statutes/english/elaws_statutes_06s08_e.htm

Canadian Securities Administrators’ Uniform Securities Transfer Act, Task Force, “Proposal for a modernized uniform law in Canada governing the holding, transfer and pledge of securities”, Consultation paper, 1de agosto 2003, http://www.osc.gov.on.ca/MarketRegulation/SpecialProjects/usta/usta_20030801_consultation-paper.pdf

- Commission bancaire, financière et des Assurances “Services financiers sur Internet: exigences prudentielles”, de 5 de mayo de 2000, el texto del documento se puede consultar en la página web de la Comisión: http://www.cbfa.be/fr/ki/circ/pdf/d1_2000_2.pdf
- Convenio de Lugano de 1988 relativo a la competencia judicial y a la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, DO, L 319 de 25.11.1988, p. 9–48. El texto del Convenio se puede consultar en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:41988A0592:ES:HTML>
- Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales, abierto a la firma en Roma el 19 de junio de 1980, DO L 266 de 09/10/1980 p. 1–19, BOE núm. 171/1993, de 19 de julio de 1993
- Convention for the Settlement of Certain Conflicts of Laws in Connection with Bills of Exchange and Promissory Notes hecha en Ginebra el 7 de junio de 1930
- Declaración del Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel en relación con la Orden en relación con el Prospecto sobre la oferta de comercialización de valores del 13 de diciembre de 1990, http://www.bawe.de/bekanntmachungen/bek99_01e.pdf (texto original en: Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel zum Wertpapier- Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz, in der Fassung der Bekanntmachung vom 09. September 1998 (BGBl. I S. 2701 ff.) und zur Verordnung über Wertpapier - Verkaufsprospekte (Verkaufsprospekt-Verordnung) in der Fassung der Bekanntmachung vom 09. September 1998 (BGBl. I S. 2853 ff.) vom 06. September 1999) http://www.bawe.de/bekanntmachungen/bek99_01.pdf)
- Directiva 1999/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, sobre determinados aspectos de la venta y las garantías de los bienes de consumo, DO L 171 de 7.7.1999, p. 12/16
- Directiva 1999/93/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de Diciembre De 1999, por la que se establece un marco comunitario para la firma electrónica, DO N° L13 de 19/01/2000 pp. 12-20
- Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2000 relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior (Directiva sobre el comercio electrónico), DO L 178, 17.7.2000, pp. 1/16

- Directiva 2001/24, 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
- Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, y por la que se modifican la Directiva 90/619/CEE del Consejo y las Directivas 97/7/CE y 98/27/CE, *DO L* 271 de 9.10.2002, p. 16/24
- Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores mobiliarios y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, *DO L* 345 de 31.12.2003, en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:345:0064:0089:ES:PDF>
- Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que modifica la Directiva 2001/34/CE, *DO L* 390 de 31.12.2004, en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:ES:PDF>
- Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo *DO L* 145 de 30.4.2004, p. 1/44
- Directiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2005, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, que modifica la Directiva 84/450/CEE del Consejo, las Directivas 97/7/CE, 98/27/CE y 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (CE) n° 2006/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo («Directiva sobre las prácticas comerciales desleales») (Texto pertinente a efectos del EEE), *DO L* 149 de 11.6.2005, p. 22/39
- Directiva 2006/123/CE del Parlamento y del Consejo, del 12 de diciembre 2006 relativa a los servicios en el mercado interior *DO L* 376 de 27.12.2006

- Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición), DO L 177, 30.06.2006, pp. 1/200
- Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:ES:PDF>
- Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, DO L 184 de 14.7.2007, en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:ES:PDF>
- Directiva 85/577/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, referente a la protección de los consumidores en el caso de contratos negociados fuera de los establecimientos comerciales, DO L 372 de 31.12.1985, p. 31/33
- Directiva 87/102/CEE del Consejo de 22 de diciembre de 1986 relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados Miembros en materia de crédito al consumo, DO L 42 de 12.2.1987, p. 48/53
- Directiva 90/314/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1990, relativa a los viajes combinados, las vacaciones combinadas y los circuitos combinados, DO L 158 de 23.6.1990, p. 59/64
- Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, DO L 95 de 21.4.1993, p. 29/34
- Directiva 93/13/CEE, del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, DO L 095 de 21.04.1993 pp. 29–34
- Directiva 97/5/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero de 1997, relativa a las transferencias transfronterizas [Diario Oficial L 43 de 14.2.1997].
- Directiva 97/7/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de mayo de 1997, relativa a la protección de los consumidores en materia de contratos a distancia, DO L 144 de 4.6.1997, p. 19/27

- 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, Diario Oficial n° L 166 de 11/06/1998 p. 45 – 50
- Directiva 98/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de febrero de 1998 relativa a la protección de los consumidores en materia de indicación de los precios de los productos ofrecidos a los consumidores DO L 80 de 18.3.1998, p. 27/31
- Holanda: Ley de Supervisión financiera, de 12 de octubre 2006. Información completa sobre la normativa financiera holandesa se puede consultar en la página web del Ministerio de Finanzas de Holanda:
http://www.minfin.nl/english/Subjects/Financial_markets/Financial_supervision/Publications
- Informe relativo al Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales. DO n° C 282 de 31/10/1980 p. 1-50
- Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque, BOE número 172 de 19/7/1985
- Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, BOE de 13 de noviembre de 1999
- Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, BOE n°166, del 12 de julio de 2007, <http://www.boe.es/boe/dias/2007/07/12/pdfs/A29985-29991.pdf>
- Ley 23/2003, de 10 de julio, de Garantías en la Venta de Bienes de Consumo (BOE núm. 165, de 11-07-2003, pp. 27160-27164)
- Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la defensa de los consumidores y usuarios (BOE núms. 175 y 176, de 24-07-1984)
- Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico, BOE núm. 166, de 12-07-2002, pp. 25388-25403; corrección de errores BOE núm. 187, de 06-11-2002, p. 28951
- Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico, BOE n°166, del 12 de julio de 2002, <http://www.boe.es/boe/dias/2002/07/12/pdfs/A25388-25403.pdf>

- Ley 34/2002, de Servicios de la Sociedad de la Información y del Comercio Electrónico, BOE núm. 166, de 12-07-2002, pp. 25388-25403; corrección de errores BOE núm. 187, de 06-11-2002, p. 28951
- Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio, BOE n. 285 de 29/11/2006, Referencia: 2006/20764, pp. 41734 – 41810
- Ley 44/2006 de 29 de diciembre, de mejora de la protección de los consumidores y usuarios (BOE núm. 312, de 30-12-2006, pp. 46601-46611)
- Ley 47/2002, de 19 de diciembre, de reforma de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista, para la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva sobre contratos a distancia,
- Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica
- Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito, BOE, 97 de 23.04.2005, pp. 13912-13918
- Ley 9/1999, de 12 de abril, por la que se regula el régimen jurídico de las transferencias entre estados miembros de la UE (BOE de 13 de abril); Orden de 16 de noviembre de 2000 de desarrollo de la Ley 9/1999 (BOE de 25 de noviembre)
- Ley de Oferta de Adquisición de Valores (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG), de 20 Diciembre 2001 (Federal Law Gazette I p. 3822), Modificada con art. 10 de la Ley de 05 enero 2007 (Federal Law Gazette I p. 10). El texto en inglés es puede encontrar en <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=&sprache=1&filter=&ntick=0>
- Ley Organica 6/1985, de 1 de Julio, del Poder judicial. BOE, 02 Juliol 1985 (núm. 0157)
- Libro Blanco sobre los servicios financieros 2005-2010: <http://europa.eu/scadplus/leg/es/lvb/133225.htm>
- Libro Verde sobre la transformación del Convenio de Roma de 1980 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales en instrumento comunitario y sobre su actualización [COM (2002) 654 final - no publicado en el Diario Oficial], <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0654:FIN:ES:PDF>

Loi relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement, del 6 de abril de 1995, última modificación – Real Decreto de 27 de abril de 2007, en http://www.cbfa.be/fr/bo/wg/pdf/law_06-04-1995.pdf

Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras (BOE de 24 de marzo)

Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE, Bruselas, 05.01.2006, COM(2005) 685 final, 2005/0265 (COD), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0685:FIN:ES:PDF>

Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I), Bruselas, 15.12.2005, COM(2005) 650 final, 2005/0261 (COD), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0650:FIN:ES:PDF>

Real Decreto Ley 1564/1989 de 22 Dic. (TR Ley de Sociedades Anónimas) de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas., (BOE n. 310 de 27/12/1989), pp. 40012–40034, Referencia: 1989/30361

Real Decreto 160/1997, de 7 de febrero, por el que se aprueban los Estatutos de la Comisión General de Codificación. Propuesta de Código de sociedades mercantiles aprobada por la Sección del Derecho mercantil el 16 de mayo de 2002, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002

Real Decreto 2393/2004, de 30 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley Orgánica 4/2000, de 11 de enero, sobre derechos y libertades de los extranjeros en España y su integración social, BOE n° 6, de 7 de enero de 2005, p. 485

Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros (BOE del 3 de marzo); Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre (BOE de 20 de septiembre), y sus modificaciones

Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de

adquisición por éstas de acciones propias. (Modificado por los Reales Decretos 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del Régimen Jurídico de los mercados de valores, y por el Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio, en materia de derechos de opción sobre acciones). (BOE, de 26 de marzo de 1991)

Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el Régimen Jurídico de las empresas de servicios de inversión (modificado por el Real Decreto 54/2005, de 21 de enero, por Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre y por el Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo),

Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias (BOE núm. 287, de 30-11-2007, pp. 49181-49215)

Reglamento (CE) nº 178/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2002, por el que se establecen los principios y los requisitos generales de la legislación alimentaria, se crea la Autoridad Europea de Seguridad Alimentaria y se fijan procedimientos relativos a la seguridad alimentaria, DO L 31 de 1.2.2002, p. 1/24

Reglamento (CE) nº 864/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio 2007 sobre la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II), DO L 199 de 31/7/2007, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:199:0040:0049:ES:PDF>

Reglamento (CE) no 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I), DO L177, 04.07.2008, pp. 6-16, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:177:0006:0016:ES:PDF>

Reglamento 44/2001 del Consejo, 22 de diciembre del 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, DO L 12 de 16.1.2001, p. 1/23, Reglamento (CE) No 864/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II), DO L199 de 31.7.2007, pp. 40-49

Reglamento (CE) nº 2560/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de diciembre de 2001, sobre los pagos transfronterizos en euros

JURISPRUDENCIA

Asunto *Macmillan Inc v. Bishopsgate Investment Trust plc & Ors.*, Court of Appeal [1996] B.C.C. 453

Asunto *Routestone Ltd v. Minorities Finance Ltd & Anor. Routestone Ltd v. Bird & Ors*, [1997] B.C.C. 180; Wallace Smith

Conclusiones del Abogado General Bot presentadas el 15 de febrero de 2007. *Color Drack GmbH* contra *Lexx International Vertriebs GmbH*. Asunto C-386/05. Recopilación de Jurisprudencia 2007 página I-03699,

Conclusiones del Abogado General Bot presentadas el 20 de septiembre de 2006, *Dirk Ruffert contra Land Niedersachsen*, Asunto C-346/06, Recopilación de Jurisprudencia 2008

Conclusiones del Abogado General Marco Darmon presentadas el 8 de junio de 1994, *Wolfgang Brenner y Peter Noller contra Dean Witter Reynolds Inc.*, Asunto C-318/93, Recopilación de Jurisprudencia 1994 página I-04275

Conclusiones del Abogado General Mengozzi presentadas el 23 de mayo de 2007, *Laval un Partneri Ltd contra Svenska Byggnadsarbetareförbundet, Svenska Byggnadsarbetareförbundets avdelning 1, Byggettan y Svenska Elektrikerförbundet*, Asunto C-341/05, Recopilación de Jurisprudencia 2007

Conclusiones del Abogado General Ruiz-Jarabo Colomer presentadas el 16 de marzo de 1999. GIE Groupe Concorde y otros contra Capitán del buque "*Suhadiwarno Panjan*" y otros. Asunto C-440/97. Recopilación de Jurisprudencia 1999

SAP Madrid, 10 de julio de 2000 (JUR\736\1998)

SAP Burgos, 15 febrero de 2001 (AC\2001\875)

SAP Teruel, núm. 171/2002 de 31 octubre, (AC 2002\1508)

SAP Granada, núm. 145/2003 de 9 marzo, (JUR\2003\166229)

SAP Baleares, núm. 128/2005 de 18 marzo, (AC\2005\356)

SAP Barceloa, núm 195/2005, de 02 de mayo, (AC\654\2004)

SAP Málaga, núm. 917/2005 de 12 septiembre, (JUR\2006\30642)

Sentencia TC núm. 61/2000, de 13 de marzo

Sentencia TC núm. 140/2006, del 8 de mayo

Sentencia del TJCE de 6 de octubre de 1976, *Industria Tessili Italiana Como* contra *Dunlop AG*, Asunto C-12/76, Recopilación de jurisprudencia 1976, p.1473

Sentencia del TJCE, de 6 de octubre de 1976, *A. De Bloos, SPRL* contra *Société en commandite par actions Bouyer*, Asunto C-14/76, Recopilatorio de Jurisprudencia 1976, pp. 517

Sentencia del TJCE 30 noviembre de 1976, Caso *Handelskwekerij GJ Bier BV* contra *Mines de Potasse d'Alsace SA*, asunto C-21/76, Recopilación de jurisprudencia 1976, pp. 1735-1758

Sentencia del TJCE de 22 de noviembre de 1978, *Somafer SA* contra *Saar-Ferngas AG.*, asunto C-33/78, Recopilación de Jurisprudencia 1978, p. 637

Sentencia del TCJE de 17 de enero de 1980, asunto C-56/79, *S. Zelger* contra *S. Salinitri*, Recopilatoria de Jurisprudencia 1981

Sentencia del TJCE de 18 de marzo de 1981, en el asunto C-139/80, *Blanckaert & Willems PVBA* contra *Luise Trost*, Recopilación de jurisprudencia 1981, edición especial española, p. 137

Sentencia del TJCE de 22 de marzo de 1983, *Martin Peters Bauunternehmung GmbH* contra *Zuid Nederlandse Aannemers Vereniging*, Asunto 34/82, Recopilación de Jurisprudencia 1983 p. 987

Sentencia del TJCE de 9 de diciembre de 1987, *SAR Schotte GmbH* contra *Parfums Rothschild SARL*, asunto C-218/86, Recopilación de Jurisprudencia 1987 p. 04905

Sentencia del TJCE de 27 de septiembre de 1988, *Athanasios Kalfelis* contra *Banco Schroeder, Muenchmeyer, Hengst & co. y otros*, Asunto 189/87, Recopilación de Jurisprudencia 1988 p. I-05565

Sentencia del TJCE de 10 de marzo de 1992, *Powell Duffryn Plc* contra *Wolfgang Petereit*, Asunto C-214/89, Recopilación de Jurisprudencia 1992 p. 1745

Sentencia del TJCE de 19 de enero de 1993, *Shearson Lehmann Hutton Inc.* contra *TVB Treuhandgesellschaft für Vermögensverwaltung und Beteiligungen mbH*, Asunto C-89/91, Recopilación de Jurisprudencia 1993 p. 139

- Sentencia del TJCE de 29 de junio de 1994, *Custom Made Commercial Ltd contra Stawa Metallbau GMBH*, asunto C-288/92, Recopilación de Jurisprudencia 1994, p. 2913
- Sentencia del TJCE de 15 de septiembre de 1994, *Wolfgang Brenner y Peter Noller contra Dean Witter Reynolds Inc*, Asunto 318/93, Recopilación de Jurisprudencia 1994 p. I-4275
- Sentencia del TJCE de 6 de abril de 1995, *Lloyd's Register of Shipping contra Société Campenon Bernard*, Asunto C-439/93, Recopilación de Jurisprudencia 1995 p. I-961
- Sentencia del TJCE de 20 de febrero de 1997, *Mainschiffahrts-Genossenschaft eG (MSG) contra Les Gravières Rhénanes SARL*, Asunto C-106/95, Recopilación de Jurisprudencia 1997
- Sentencia del TJCE de 3 de julio de 1997, *Francesco Benincasa contra Dentalkit Srl*. Asunto C-269/95. Recopilación de Jurisprudencia 1997 p. I-3767
- Sentencia del TJCE de 18 de diciembre de 1997, *Landboden-Agrardienste GmbH & Co. KG contra Finanzamt Calau*, Asunto C-384/95, Recopilación de Jurisprudencia 1997 p. I-7387
- Sentencia del TJCE de 27 de abril de 1999, *Hans-Hermann Mietz v Intership Yachting Sneek BV*, Asunto C-99/96, Recopilación de Jurisprudencia p. I-2277
- Sentencia del TJCE de 23 de noviembre de 1999. Asuntos acumulados C-369/96 y C-376/96. Procesos penales contra *Jean-Claude Arblade y Arblade & Fils SARL* (C-369/96) y *Bernard Leloup, Serge Leloup y Sofrage SARL* (C-376/96). Recopilación de Jurisprudencia 1999 p. I-8453.
- Sentencia del TJCE de 16 de marzo de 1999, *Trasporti Castelletti Spedizioni Internazionali SpA contra Hugo Trumpy SpA*, Asunto C-159/97, Recopilación de Jurisprudencia 1999 p. 1597
- Sentencia del TJCE de 27 de abril de 1999, *Hans-Hermann Mietz v Intership Yachting Sneek BV*, Asunto C-99/96, Recopilación de Jurisprudencia p. I-2277
- Sentencia TJCE de 9 de noviembre de 2000, *Coreck Maritime GmbH/Handelsveem BV y otros*, Asunto C 287/98, Recopilación de Jurisprudencia 2000 p. I-06917
- Sentencia del TJCE de 15 de marzo de 2001, Procedimiento penal entablado contra *André Mazzoleni e Inter Surveillance Assistance*

- SARL*, civilmente responsable, con intervención de: *Eric Guillaume y otros*, Asunto C-165/98, Recopilación de Jurisprudencia 2001
- Sentencia del TJCE de 27 de febrero de 2002. *Herbert Weber contra Universal Ogden Services Ltd.*, Asunto C-37/00. Recopilación de Jurisprudencia 2002 p. I-02013
- Sentencia del TJCE de 4 de junio de 2002, *Comisión de las Comunidades Europeas contra República Portuguesa*, Asunto C-367/98, Recopilación de Jurisprudencia 2002 p. I-04731
- Sentencia del TJCE de 4 de junio de 2002 *Comisión de las Comunidades Europeas contra República Francesa*, Asunto C-483/99, Recopilación de Jurisprudencia 2002 p. I-04781
- Sentencia del TJCE de 4 de junio de 2002, *Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino de Bélgica*, Asunto C-503/99, Recopilación de Jurisprudencia 2002 p. I-04809
- Sentencia del TJCE de 11 de julio de 2002, *Rudolf Gabriel*, Asunto C-96/00, Recopilación de Jurisprudencia 2002 p. I-6367
- Sentencia del TJCE de 1 de octubre de 2002, *Verein für Konsumenteninformation contra Karl Heinz Henkel*, Asunto C 167/00, Recopilación de jurisprudencia p. I 8111
- Sentencia del TJCE de 13 de mayo de 2003, *Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino de España*, Asunto C-463/00, Recopilación de Jurisprudencia 2003 p. I-04581
- Sentencia del TJCE de 5 de febrero de 2004, *Danmarks Rederiforening, que actúa en nombre de DFDS Torline A/S, contra LO Landsorganisationen i Sverige, que actúa en nombre de SEKO Sjöfolk Facket för Service och Kommunikation*, Asunto C-18/02, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62002J0018:ES:HTML>
- Sentencia del TJCE de 2 de junio de 2005, *Comunidades Europeas contra República Italiana*, Asunto C-174/04, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62004J0174:Es:HTML>
- Sentencia del TJCE de 10 de junio de 2004, *Rudolf Kronhofer contra Marianne Maier y otros*, Asunto C-168/02, Recopilación de Jurisprudencia 2004 p. I-6009
- Sentencia del TJCE de 20 de enero de 2005, *Petra Engler contra Janus Versand GMBH*, Asunto C-27/02, [http://eur-](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62005J0027:ES:HTML)

lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62002J0027:ES:HTML

Sentencia del TJCE de 20 de enero de 2005, *Johann Gruber contra Bay Wa AG.*, asunto C-464/01, Recopilación de Jurisprudencia 2005 página I-00439

Sentencia del TJCE, 13 de julio de 2006, *Reisch Montage AG contra Kiesel Baumaschinen Handels GmbH*, Asunto C 103/05, Recopilación de Jurisprudencia p. I 6827

Sentencia del TJCE de 14 de diciembre de 2006, *ASML Netherlands BV contra Semiconductor Industry Services GmbH (SEMIS)*, Asunto C 283/05, Recopilación de Jurisprudencia, p. I 12041

Sentencia del TJCE de 3 de mayo de 2007, *Color Drack GmbH contra Lexx International Vertriebs GmbH*, Asunto C-386/05, Recopilación de Jurisprudencia 2007

Sentencia del TJCE de 23 de octubre de 2007, *Comunidades Europeas contra República Federal de Alemania (la ley Volkswagen)*, Asunto C-112/05, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62005J0112:ES:HTML>

Sentencia del TJCE de 6 de diciembre de 2007 asuntos *Federconsumatori y otros (C-463/04)* y *Associazione Azionariato Diffuso dell'AEM SpA y otros (C-464/04) contra Comune di Milano*, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62004J0463:ES:HTML>

Sentencia del TJCE de 14 de febrero de 2008, *Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino de España*, Asunto C-274/06,

Sentencia del TJCE de 19 de junio de 2008, *Comisión de las Comunidades Europeas contra Gran Ducado de Luxemburgo*, Asunto C-319/06, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62006J0319:ES:HTML>

Sentencia TJCE, de 23 de abril de 2009, *Falco Privatstiftung, Thomas Rabitsch contra Gisela Weller-Lindhorst*, Asunto C-533/07, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62007J0533:ES:HTML>

Sentencia TS núm. 344/1984, de 31 mayo, RJ 1984\2810

Sentencia TS núm. 179/1998, de 20 febrero, RJ 1998\604
Sentencia TS núm. 409/1998, de 27 abril, RJ 1998\2933
Sentencia TS núm. 774/1998, de 20 julio, RJ 1998\6192
Sentencia TS núm. 102/1999, de 2 febrero, RJ 1999\528
Sentencia TS núm. 351/1999, de 19 abril, RJ 1999\2587
Sentencia TS núm. 922/2000 de 16 octubre, RJ 2000\9906
Sentencia TS núm. 444/2002, de 3 mayo, RJ 2002\3674
Sentencia TS núm. 863/2005, de 27 octubre RJ 2005\8153
Sentencia TS núm. 597/2006, de 9 de febrero, RJ 2001\137
Sentencia TS núm. 600/2006, de 7 de febrero RJ 2001\114
Sentencia TS núm. 293/2007, de 14 marzo RJ 2007\2567