

**Guía Legislativa de UNIDROIT
sobre Valores Intermediados**

*para la Implementación de los Principios y Normas
del Convenio de Ginebra sobre Valores*

UNIDROIT

Forma de citación sugerida:

**Guía sobre valores
intermediados**

Editado por el

Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado
(UNIDROIT)

Via Panisperna, 28 - 00184 Roma - ITALIA

Copyright

© Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado
(UNIDROIT)

PREFACIO

Es un gran placer presentar, en nombre del Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado (UNIDROIT), la Guía Legislativa de UNIDROIT sobre Valores Intermediados, aprobada por el Consejo de Dirección en su 96ª sesión (Roma, 10-12 mayo 2017).

La Guía es el tercero de los instrumentos resultantes de la labor de UNIDROIT en el área del derecho de los mercados de capitales, que busca promover la seguridad jurídica y el crecimiento sostenible en este sector económico de primera importancia. La Guía tiene por objeto complementar y promover el primer instrumento, el Convenio de UNIDROIT sobre las Normas de Derecho Material Aplicables a los Valores Intermediados, aprobado en la sesión final de la Conferencia Diplomática para la adopción de un Convenio sobre las Normas de Derecho Material Aplicables a los Valores Intermediados (Ginebra, 5-9 octubre 2009), mediante la síntesis de los principios y normas esenciales del Convenio y la prestación de orientación sobre las alternativas existentes y las materias a tratar o clarificar para el establecimiento de un sistema de tenencia de valores intermediados o la evaluación de uno ya existente. La Guía, además, complementa y promueve el segundo instrumento, los Principios de UNIDROIT sobre las Cláusulas de Liquidación por Compensación, aprobado por el Consejo de Dirección de UNIDROIT en su sesión 92ª (Roma, 8-10 mayo 2013), proporcionando directrices compatibles con dichos Principios además de incorporar referencias a los mismos.

La Guía es el resultado de una extensa tarea de investigación, debate y trabajo en equipo. En paralelo a la aprobación del Convenio de Ginebra sobre Valores Intermediados, la Conferencia Diplomática creó un Comité destinado a Asuntos sobre Mercados Emergentes, su Implementación y Seguimiento, con la finalidad de promover e implementar el Convenio. Este Comité, compuesto por expertos y representantes gubernamentales, observadores y otros agentes interesados,

proporcionó las líneas de actuación sobre cómo desarrollar la Guía a lo largo de sus tres primeras sesiones (Roma, 6-8 septiembre 2010; Río de Janeiro, 27-28 marzo 2012; y Estambul, 11-13 noviembre 2013). A partir de las recomendaciones propuestas por el Comité, un grupo informal de reconocidos expertos preparó y revisó, con la ayuda de la Secretaría de UNIDROIT, un borrador de la Guía durante el transcurso de las tres sesiones celebradas en la sede de UNIDROIT en Roma (23-24 octubre de 2015; 16-17 mayo 2016; y 12-13 diciembre 2016), además de otras celebradas por videoconferencia. El borrador de la Guía ha sido ampliamente circulado en dos ocasiones para su revisión y obtención de comentarios por parte de los Estados, organizaciones internacionales y otros agentes interesados; en primer lugar, con vistas a la preparación de la tercera sesión del grupo informal de expertos para su valoración durante dicha sesión; y, en segundo lugar, en preparación para la cuarta sesión del Comité. En esta última sesión (Pekín, 29-30 marzo 2017), el Comité, tras valorar en detalle el borrador de la Guía y los comentarios recibidos, acordó determinadas modificaciones y adiciones al mismo, y finalmente recomendó que la Guía, una vez revisada, fuese presentada al Consejo de Dirección de UNIDROIT para su valoración, y posterior aprobación, durante su 96ª sesión (Roma, 10-12 mayo 2017).

UNIDROIT desea expresar su más profunda gratitud a los miembros del grupo informal de expertos y a los miembros, observadores y representantes del Comité, sin los cuales, la preparación de esta Guía no hubiera sido posible. Nuestra mención especial va dirigida a D. Hideki Kanda (Miembro del Consejo de Dirección de UNIDROIT), por demostrar una excepcional capacidad de liderazgo y conocimiento durante la presidencia del grupo informal de expertos; a Dña. Niu Wenjie (República Popular China), y a D. Alexandre Pinheiro dos Santos (Brasil), quienes amablemente aceptaron servir como copresidentes del Comité y que, de modo excelente, gestionaron la actividad del mismo.

Especial agradecimiento para el equipo de traducción de la entidad China Securities Depository and Clearing Corporation Ltd., incluyendo a Dña. Niu, D. Zhang Yunhui, Dña. Jiang Lan, Dña. Wu Jing, Dña. Wei Qing, Dña. Li Weiye y Dña. Li Nan, por la preparación de la versión en lengua china de la Guía; a D. Jesús García Aparicio (Cuatrecasas, Madrid), por la preparación de la versión en lengua castellana de la Guía, en colaboración con D. Francisco J. Garcimartín Alférez (Facultad de Derecho, Universidad Autónoma de Madrid); a D. Solomon Ngoladi (Comisión del Mercado y de Valores, Nigeria) y D. Matteo Solinas (Facultad de Derecho, Victoria University of Wellington), por sus aportaciones a la Guía como asistente de investigación y consultor de UNIDROIT, respectivamente.

Del mismo modo, especial agradecimiento también a los miembros de la Secretaría, en particular, a D. Neale Bergman, por su extraordinaria contribución en asegurar la consistencia interna de la Guía, su crucial aportación material al grupo informal de expertos, y la redacción de parte de la misma; a Dña. Frédérique Mestre, por su exhaustivo y extenso trabajo desarrollado en la preparación de la versión francesa de la Guía en colaboración con D. Luc Thévenoz (Facultad de Derecho, Universidad de Ginebra); a Dña. Isabelle Dubois, por su excelente labor de secretaría.

Para finalizar, UNIDROIT quiere manifestar su sincero reconocimiento a los generosos anfitriones de las sesiones celebradas por el Comité, especialmente, a la Comisión del Mercado y de Valores de Brasil, al Consejo de Mercados de Capitales de Turquía, a la Comisión Reguladora de Valores de China, y a la sociedad China Securities Depository and Clearing Corporation Ltd.

*José Angelo Estrella Faria
Secretario General
UNIDROIT*

*Alberto Mazzoni
Presidente
UNIDROIT*

EL CONSEJO DIRECTIVO DE UNIDROIT

(2014-2018)

Alberto MAZZONI	Presidente de UNIDROIT
Stefania BARIATTI	Italia
Radu Bogdan BOBEI	Rumanía
Hans-Georg BOLLWEG	Alemania
Núria BOUZA VIDAL	España
Baiba BROKA	Letonia
B. Bahadir ERDEM	Turquía
Henry D. GABRIEL	Estados Unidos de América
Arthur S. HARTKAMP	Países Bajos
Monique JAMETTI	Suiza
Hideki KANDA	Japón
Miklós KIRÁLY	Hungría
Alexander S. KOMAROV	Federación Rusa
Antti T. LEINONEN	Finlandia
LYOU Byung-Hwa	República de Corea
José Antonio MORENO RODRÍGUEZ	Paraguay
Jan Lambert NEELS	Sudáfrica
Monika PAUKNEROVÁ	República Checa
Wojciech POPIOŁEK	Polonia
Jorge SÁNCHEZ CORDERO DÁVILA	México
Rachel SANDBY-THOMAS	Reino Unido
Álvaro SANDOVAL BERNAL	Colombia
SHI Jingxia	República Popular China
Daniel TRICOT	Francia
Spyridon VRELLIS	Grecia
Roger WILKINS	Australia

CONTENIDO

PREFACIO	iii
EL CONSEJO DE DIRECCIÓN DE UNIDROIT	vii
COLABORADORES	xvii
LISTA DE ABREVIATURAS	xix
GLOSARIO	xxi
LISTA DE PRINCIPIOS LEGISLATIVOS	xxxii
INTRODUCCIÓN GENERAL	1
PARTIE I – CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LOS VALORES	3
A. Aspectos básicos sobre los valores y la tenencia de valores	3
1. Valores no intermediados	4
2. Valores intermediados	5
3. Operaciones ordinarias con valores	6
4. Las cadenas de tenencia de valores	8
a. Tenencia no intermediada	8
b. Tenencia intermediada	10
5. Riesgos asociados a los valores intermediados	17
B. Modelos de tenencia de valores intermediados	18
1. Modelo de propiedad individual	19
2. Modelo de copropiedad	20
3. Modelo de fideicomiso (<i>trust</i>)	21
4. Modelo de <i>security entitlement</i>	22
5. Modelo contractual	23
6. La identificación del inversor: los sistemas transparentes y los no transparentes	24
7. Tenencias transfronterizas con múltiples sistemas	28

PARTE II – EL CONVENIO DE GINEBRA SOBRE VALORES	30
A. Objeto	30
1. Riesgos jurídicos y riesgos sistémicos	30
2. Armonización para reducir el riesgo y promover el crecimiento económico sostenible	31
B. Enfoque	32
C. Terminología	34
D. Ámbito de aplicación	37
E. La legislación al margen del Convenio	38
PARTE III - DERECHOS DE LOS TITULARES DE CUENTAS Y OBLIGACIONES Y RESPONSABILIDADES DE LOS INTERMEDIARIOS	41
A. Derechos de los titulares de cuentas	41
1. Principios y normas básicos del Convenio	42
2. Alternativas a adoptar mediante declaración	43
3. Cuestiones a tratar o clarificar	43
a. Derechos atribuidos a los titulares de cuentas	44
b. Derechos reales limitados	47
c. Situaciones transfronterizas	48
B. Medidas que permitan el ejercicio de los derechos de los titulares de cuentas	50
1. Principios y normas básicos del Convenio	51
2. Alternativas a adoptar mediante declaración	52
3. Cuestiones a tratar o clarificar	53
a. La transmisión de la información y de las distribuciones de beneficios recibidas	54
b. La habilitación del ejercicio de otros derechos frente al emisor	55
c. Eficacia de las instrucciones autorizadas	56
d. Precisiones sobre el modo de cumplir con las obligaciones del Convenio	57

C. La responsabilidad de los intermediarios	58
PARTE IV – LA TRANSMISIÓN DE VALORES INTERMEDIADOS	60
A. La adquisición y disposición de valores intermediados	60
1. Transmisión por medio del modo del adeudo y el abono	61
a. Principios y normas básicos del Convenio	61
b. Alternativas a adoptar mediante declaración	62
c. Cuestiones a tratar o clarificar	62
2. Transmisión por medio de otros modos	65
a. Principios y normas básicos del Convenio	65
b. Alternativas a adoptar por declaración	66
c. Cuestiones a tratar o clarificar	70
B. Disposiciones no autorizadas, y nulidad, rectificación y condiciones	72
1. Principios y normas básicos del Convenio	72
2. Alternativas a adoptar mediante declaración	74
3. Cuestiones a tratar o clarificar	74
a. La definición de autorización de las disposiciones y las consecuencias de las disposiciones no autorizadas	74
b. Clarificación de los requisitos de validez y de las condiciones de las anotaciones en cuenta	75
C. Protección del adquirente de buena fe	76
1. Principios y normas básicos del Convenio	76
2. Alternativas a adoptar mediante declaración	80
3. Cuestiones a tratar o clarificar	80
D. Orden de prelación	80
1. Principios y normas básicos del Convenio	80
2. Alternativas a adoptar mediante declaración	82

a.	Declaración con respecto a la prelación de derechos otorgados en virtud de una inscripción contable	82
b.	Declaración con respecto a disposiciones normativas transitorias	83
3.	Cuestiones a tratar o clarificar	83
a.	Derechos reales de garantía no contractuales	83
b.	Preferencias sobre los derechos otorgados mediante modos no convencionales	84
c.	Preferencias de derechos otorgados por un intermediario	85
PARTE V - INTEGRIDAD DE UN SISTEMA DE TENENCIA INTERMEDIADA		86
A.	Prohibición de embargos en el nivel superior	86
1.	Principios y normas básicos del Convenio	86
2.	Alternativas a adoptar mediante declaración	88
3.	Cuestiones a tratar o clarificar	89
B.	Prevención de déficits de valores y afectación de valores	90
1.	Principios y normas básicos del Convenio	90
a.	Valores suficientes	91
b.	Afectación	91
2.	Alternativas a adoptar mediante declaración	93
a.	Valores suficientes	93
b.	Afectación	94
3.	Cuestiones a tratar o clarificar	94
a.	Valores suficientes: métodos disponibles, marco temporal para las medidas, afectación de costes y consecuencias	94
b.	Afectación y Segregación	95
C.	Los sistemas de compensación y los sistemas de liquidación de valores	96

1. Principios y normas básicos del Convenio	96
2. Alternativas a adoptar mediante declaración	98
3. Cuestiones a tratar o clarificar	98
D. Emisores	99
1. Principios y normas básicos del Convenio	99
2. Alternativas a adoptar mediante declaración	105
3. Cuestiones a tratar o clarificar	105
PARTE VI – PROTECCIÓN EN CASO DE PROCEDIMIENTO DE INSOLVENCIA	107
A. Principios y normas básicos del Convenio	107
1. La oponibilidad en el procedimiento de insolvencia en general	108
2. La oponibilidad en el procedimiento de insolvencia del intermediario pertinente	108
3. Distribución de pérdidas en caso de procedimiento de insolvencia del intermediario	109
B. Alternativas a adoptar mediante declaración	110
C. Cuestiones a tratar o clarificar	110
1. Observaciones generales	110
2. Distribución de pérdidas	110
3. Orden de prelación de derechos otorgados por un intermediario	112
4. Fondos o pólizas de seguros para la protección del titular de cuenta	112
5. La cesión de cuentas de valores de titulares de cuentas a un intermediario con solvencia	113
6. Los derechos de los acreedores de un intermediario y la segregación	113
7. Limitaciones en el orden de prelación de las clases de créditos y las facultades de revocación	113
8. La suspensión de la ejecución y las cláusulas de liquidación por compensación	114

9. Disposiciones especiales en material de operaciones de garantía	114
10. La restitución de los activos y de los fondos al titular de cuenta	114
11. El acceso del intermediario a los SCV y los SLV, así como los activos depositados en tales sistemas, o en otros casos como garantía	115
12. Acceso del intermediario a la información, los registros, y los sistemas de tecnología de la información	115
13. Refuerzo de la regulación y supervisión de los intermediarios, sistemas de negociación y cotización alternativos, SCV y SLV	116
PARTE VII – DISPOSICIONES ESPECIALES RELATIVAS A LAS OPERACIONES DE GARANTÍA	117
A. Principios y normas básicos del Convenio	117
B. Alternativas a adoptar mediante declaración	121
C. Cuestiones a tratar o clarificar	122
1. Derechos accesorios de los garantes	122
2. Razonabilidad mercantil	123
3. Nuevo marco regulatorio	123
4. Los acuerdos de liquidación por compensación	123
5. El derecho de las operaciones garantizadas	123
PARTE VIII - ASPECTOS RELATIVOS A LOS CONFLICTOS DE LEYES	125
A. El ámbito de aplicación del Convenio	126
B. Las normas tradicionales sobre conflicto de leyes y su modernización	127
C. El enfoque “nivel a nivel” del Convenio y su interacción con las normas de conflicto de leyes	128
D. Otras normas de conflicto de leyes	130

PARTE IX - OTROS INSTRUMENTOS Y REGULACIONES E IMPLEMENTACIÓN	133
A. Las conexiones con otros instrumentos o regulaciones internacionales	133
B. Consideraciones generales sobre la implementación en un régimen jurídico nacional	136
ANEXO 1 - REFERENCIAS AL “DERECHO NO CONVENCIONAL”	141
ANEXO 2 - REFERENCIAS A “LEY APLICABLE”	150
ANEXO 3 - REFERENCIAS A NORMAS RELATIVAS A LA INSOLVENCIA	152
ANEXO 4 - REFERENCIAS A LAS REGLAS UNIFORMES DE SCV Y SLV	156

COLABORADORES

Hideki KANDA, *Profesor Emérito, Universidad de Tokio, y Profesor de Derecho, Universidad Gakushuin, miembro del Consejo de Dirección de UNIDROIT, Presidente del grupo informal de expertos de la Guía*

Philippe DUPONT, *Socio, Arendt & Medernach*

Dorothee EINSELE, *Profesora de Derecho, Universidad de Kiel*

Francisco J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Profesor de Derecho, Universidad Autónoma of Madrid*

Philippe GOUTAY, *Socio, Jones Day*

Thomas KEIJSER, *Investigador Principal, Universidad Radboud*

Maria Chiara MALAGUTI, *Profesora de Derecho, Universidad Católica del Sagrado Corazón*

Charles W. MOONEY, JR, *Profesor de Derecho, Universidad de Pennsylvania*

Luc THÉVENOZ, *Profesor de Derecho, Universidad de Ginebra*

WU Jing, *Director Principal, Departamento Jurídico, China Securities Depository and Clearing Corporation Ltd.*

LISTA DE ABREVIATURAS

ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CBSB	Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria
CEF	Consejo de Estabilidad Financiera
CNUDCI	Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional
Convenio de Ginebra sobre Valores	Convenio de UNIDROIT sobre las Normas de Derecho Material Aplicables a los Valores Intermediados
Convenio de La Haya sobre Valores	Convenio de La Haya sobre la Ley Aplicable a ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario
CPIM	Comité de Pagos e Infraestructura de Mercado, Banco Internacional de Pagos
DCV	Depositario central de valores
ECC	Entidad de contrapartida central
FMI	Fondo Monetario Internacional
IMF	Infraestructura del mercado financiero

OICV	Organización Internacional de las Comisiones de Valores
PESF	Programa de Evaluación del Sector Financiero
PRIMA	Principio del lugar del intermediario pertinente
SCV	Sistema de compensación de valores
SLV	Sistema de liquidación de valores
UE	Unión Europea
UNIDROIT	Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado

GLOSARIO

El Glosario contiene breves definiciones o descripciones de términos clave de la Guía. Incluye las definiciones y las descripciones establecidas tanto en el Convenio de Ginebra sobre Valores como en el Comentario Oficial. Para otros términos, se basa, en la medida de lo posible, en las definiciones incluidas en el glosario de términos del CPIM empleado para los sistemas de pago y liquidación.

Acciones rescisorias (*claw back*)

Disposición legal que faculta a un administrador concursal a rescindir aquellas transmisiones con el fin de recuperar aquellas contraprestaciones, fondos u otros activos que hayan sido indebidamente transmitidos a terceros antes de la presentación de una solicitud de apertura de un procedimiento de insolvencia. Las cláusulas rescisorias (*claw back*) pueden además referirse a un tipo de cláusula contractual en virtud de la cual se prevé la recuperación de contraprestaciones, fondos u otros activos que hayan sido transmitidos pero que deben ser reintegrados debido a circunstancias especiales previamente definidas en un contrato. Véase el párrafo 274.

Acuerdo de compensación

Un acuerdo en virtud del cual los adeudos y los abonos con respecto a unos valores de la misma categoría se pueden efectuar por medio de saldos netos. Véase el párrafo 136.

Acuerdo de control

Un acuerdo relativo a valores intermediados celebrado entre el titular de cuenta, el intermediario pertinente y otra persona o, cuando el derecho no convencional así lo prevea, entre un titular de cuenta y el intermediario pertinente o, entre un titular de cuenta y otra persona de la cual el intermediario pertinente recibe una notificación que contiene una u otra de las siguientes disposiciones, o ambas: (a) que el intermediario pertinente no esté autorizado, sin el consentimiento de esa otra persona, a someterse a las instrucciones del titular de cuenta en relación con los valores intermediados a los que se refiere el acuerdo; o (b) que el intermediario pertinente esté obligado, sin que sea preciso el

consentimiento del titular de cuenta, a someterse a las instrucciones de esa otra persona en relación con los valores intermediados a los que se refiere el acuerdo y en las circunstancias y en las materias previstas por dicho acuerdo. Véase el párrafo 141.

Anotación en cuenta

Una inscripción electrónica de valores u otros activos financieros. La transmisión de valores u otros activos financieros anotados en cuenta no requiere la entrega material de los títulos físicos o de los certificados en soporte papel que los representan. Véase el párrafo 16.

Cadena de tenencia de valores intermediados

Término utilizado para describir la relación e interacción entre los (posiblemente muchos) niveles de participantes en un sistema de tenencia de valores intermediados. Véase el párrafo 15.

Cláusula contractual de liquidación por compensación

Cláusula de un contrato de garantía, o de un conjunto de contratos conexos entre sí, de entre los cuales, un contrato de garantía forma parte, en virtud de lo cual, en caso de acaecimiento de un evento de ejecución, una o ambas de las siguientes consecuencias tiene lugar o puede llegar a tener lugar a elección del titular del derecho de garantía, bien por medio de una operación de liquidación contractual por compensación (*netting*), por compensación (*set-off*), o por otra índole: (a) las respectivas obligaciones de las partes aceleran su vencimiento y devienen inmediatamente exigibles y son expresadas como una obligación de pago por un importe equivalente a su valor actual estimado, o bien son resueltas y reemplazadas por una obligación de pago por dicho importe; (b) se tienen en cuenta los importes que cada una de las partes se deben recíprocamente como consecuencia de sus respectivas obligaciones, y la cantidad neta resultante del saldo de tales importes es la suma debida por aquella parte cuya deuda es mayor a la de la otra parte. Véanse los párrafos 272 y 289.

Compensación¹

Proceso consistente en la transmisión, reconciliación y, en algunos casos, confirmación de operaciones antes de proceder a su liquidación, susceptible, además, de incluir la novación y la liquidación por compensación de operaciones y el establecimiento de posiciones definitivas de liquidación. En ciertas ocasiones, este término se emplea también (aunque de manera imprecisa) para designar la liquidación en sí misma. Véase el párrafo 21.

Contrato de cuenta

El contrato entre el titular de cuenta y el intermediario pertinente por el que se rige una cuenta de valores. Véase el párrafo 108.

Control negativo

Un tipo de control por el cual el intermediario pertinente no está obligado a someterse a las instrucciones dadas por el titular de cuenta en relación con aquellos valores intermediados afectados por una inscripción contable o un acuerdo de control sin el consentimiento de la persona en cuyo favor tal inscripción o acuerdo han sido realizados. Véase el párrafo 146.

Control positivo

Tipo de control por el cual el intermediario pertinente está obligado a cumplir todas las instrucciones dadas por la persona en cuyo favor se ha realizado una inscripción contable o un acuerdo de control en relación con unos valores intermediados y para aquellas circunstancias y materias previstas por el contrato de cuenta, el acuerdo de control o las reglas uniformes de un SLV, sin necesidad del consentimiento adicional por parte del titular de la cuenta. Véase el párrafo 146.

Cuenta de valores

Cuenta llevada por un intermediario en la que pueden abonarse o adeudarse valores. Véanse los párrafos 15 y 70.

¹ NdT El término inglés “clearing” no tiene un equivalente inmediato en la lengua española. En principio, debe entenderse, en este contexto, como la verificación de operación, su posible novación y compensación. Cuando proceda, en el texto haremos referencia a estos dos aspectos.

Cuenta ómnibus

Cuenta de un intermediario pertinente con su propio intermediario (en el nivel superior) en la cual los valores poseídos por más de un cliente de ese intermediario pertinente se mezclan. Véanse los párrafos 51 y 213. Este término también puede hacer referencia a la cuenta en la cual los valores mantenidos en favor de los clientes del intermediario pertinente se mezclan con los propios valores que el intermediario pertinente posee por cuenta propia.

Depositario central de valores (DCV)

Entidad encargada de la inscripción inicial de los valores en un sistema de anotaciones en cuenta, o que ofrece y mantiene las cuentas de valores en el nivel superior de una cadena de tenencia de valores intermediados. La entidad puede ofrecer servicios adicionales, tales como servicios de compensación, liquidación o procesamiento de eventos corporativos. El DCV contribuye significativamente a asegurar la integridad de las emisiones de valores. Véase el párrafo 16.

Derecho de sociedades

Rama del derecho que regula la constitución y funcionamiento de una sociedad, incluyendo, en particular, los derechos de los socios. Véase el párrafo 72.

Derechos derivados de los valores

Derechos que se atribuyen al titular de unos valores por el mero hecho de tenerlos, tales como el derecho a percibir dividendos u otros repartos, y el derecho al voto, así como el derecho a recibir la información necesaria para que los titulares de cuentas puedan ejercer esos derechos. Véase el párrafo 24.

Derecho no convencional

Legislación vigente en el Estado Contratante a la que se refiere el artículo 2 del Convenio de Ginebra sobre Valores, con exclusión de las disposiciones del Convenio. Véanse el párrafo 75 y el Anexo 1.

Derecho privado

Rama del derecho que regula las relaciones entre particulares y otras entidades privadas (por ejemplo, el derecho de las

obligaciones y los contratos, el derecho en materia de responsabilidad extracontractual, etc.). Véase el párrafo 75.

Desmaterialización

La emisión (o reemisión) de valores que no están representados por un certificado o título físico. La emisión normalmente es documentada mediante una inscripción mantenida por el emisor o un DCV o algún otro intermediario. Los valores emitidos son abonados en cuentas de valores, y tenidos y transmitidos por medio de anotaciones en dichas cuentas de valores. Véase el párrafo 17.

Embargo en un nivel superior

Embargo de valores intermediados en cualquier nivel de la cadena que esté por encima del inmediato intermediario del deudor que está generalmente prohibido por el Convenio de Ginebra sobre Valores. Véase el párrafo 199.

Emisor

Un gobierno o una entidad, como por ejemplo una sociedad, que emite valores. Véase el párrafo 22.

Enfoque funcional

Enfoque consistente en emplear un lenguaje lo más neutral posible y en formular las normas en atención a sus resultados. Por ejemplo, la existencia de múltiples tradiciones jurídicas y regímenes conceptuales procedentes de diferentes sistemas jurídicos puede causar fácilmente confusión, por lo que, de acuerdo con el enfoque funcional adoptado por los redactores del Convenio de Ginebra sobre Valores, términos tales como “*propiedad*” o “*derechos dominicales*” han sido evitados usando en su lugar un lenguaje más genérico como por ejemplo “*efectos frente a terceros*”. Véase el párrafo 67.

Entidad de contrapartida central (ECC)

Una entidad que opera como comprador para todo vendedor y como vendedor para todo comprador de tal modo que las partes soportan solamente el riesgo crediticio de la ECC. Véase el párrafo 20.

Eventos corporativos

Actuaciones o eventos convocados o emprendidos por un emisor de valores en relación a los valores y a los titulares de los mismos. Véanse los derechos derivados de los valores y el párrafo 110.

Garantía

Derecho real limitado sobre determinados activos (como, por ejemplo, un gravamen, una prenda, una carga o una garantía de transferencia de título) que garantiza el cumplimiento de una obligación. Véase el párrafo 19.

Inmovilización

Acto de centralizar la tenencia de certificados de valores o títulos con carácter permanente en un depositario con el fin de permitir tanto el abono de una cantidad equivalente de valores en cuentas de valores como la transmisibilidad de esos mismos valores por medio de anotaciones en cuenta. Véase el párrafo 16.

Inscripción contable

Inscripción de valores intermediados en una cuenta de valores en favor de una persona (incluido el intermediario pertinente) distinta del titular de cuenta que, bien conforme al contrato de cuenta, un acuerdo de control, las reglas uniformes de un SLV, o el derecho no convencional, produce uno de los siguientes efectos, o ambos: (a) que el intermediario pertinente no esté obligado a someterse a las instrucciones del titular de cuenta en relación con los valores intermediados a los que afecta la inscripción sin el consentimiento de la persona en cuyo favor tal anotación fue realizada; o (b) que el intermediario pertinente esté obligado, sin necesidad del consentimiento adicional del titular de cuenta, a cumplir las instrucciones de esa persona en relación con los valores intermediados a los que afecta la inscripción y en las circunstancias y en las materias previstas por el contrato de cuenta, por un acuerdo de control o por las reglas uniformes de un SLV. Véase el párrafo 141.

Intermediario

Persona (incluyendo un DCV) que, en el curso de su actividad profesional o de modo habitual, lleva cuentas de valores bien por cuenta de terceros, bien por cuenta de terceros y por cuenta propia y actúa en condición de tal. Véase el párrafo 70.

Intermediario pertinente

En relación con una cuenta de valores, el intermediario que mantiene la cuenta de valores por cuenta del titular de la misma. Véase el párrafo 43.

Inversor

Personas o entidades, tales como particulares, sociedades, fondos de pensiones o fondos de pensiones colectivos que adquieren valores con el fin de obtener un beneficio o lograr una ventaja. Véase el párrafo 22.

Legislación al margen del Convenio

Conjunto de normas que pueden englobar el derecho no convencional, la ley aplicable, las normas sobre procedimientos de insolvencia, o las reglas uniformes de los SCV y los SLV. Véanse el párrafo 75 y los Anexos 1-4.

Liquidación

Proceso por el cual las obligaciones surgidas de un contrato para transmitir valores son ejecutadas. La liquidación de valores puede representar la conclusión y el cumplimiento de una operación bursátil entre dos o más partes (es decir, un instrumento financiero es intercambiado por su contravalor en dinero en efectivo). Las obligaciones resultantes se pueden satisfacer bien contra entrega de dinero del banco central bien con medios de pago escriturarios. La liquidación normalmente viene precedida por el acto de novación y compensación. Véase el párrafo 21.

Ley aplicable

Ley aplicable en virtud de las normas de derecho internacional privado del foro. La ley aplicable puede, o puede no ser, el derecho de un Estado Contratante del Convenio de Ginebra sobre Valores (esto es, el derecho no convencional). Véase el párrafo 75.

Prelación

Orden de prelación entre derechos concurrentes con respecto a los mismos valores intermediados. Véase el párrafo 182.

Regla de “no hay abono sin adeudo”

Regla por la cual todo abono en una cuenta de valores debe tener su correspondiente adeudo en otra cuenta de valores. Véanse los párrafos 130 y ss.

Segregación de cuentas

Una estructura de cuenta por la cual un intermediario específico mantiene los valores pertenecientes a uno o más titulares de cuentas en una cuenta con su propio intermediario (pertinente) que es distinta (segregada) de la cuenta de los valores que mantiene para sí mismo o para otros titulares de cuenta. Véase el párrafo 213.

Sistema de anotación en cuenta

Un mecanismo que permite a los participantes del mercado transmitir los activos (por ejemplo, valores) sin necesidad de la entrega material de los títulos o certificados que los representan. Véase el párrafo 16.

Sistema de compensación de valores (SCV)

Un sistema que lleva a cabo la compensación, aunque no la liquidación, de las operaciones sobre valores por medio de una ECC o de otro modo, y es gestionado por uno o varios bancos centrales o está sometido a la regulación, supervisión o vigilancia de una autoridad gubernamental o pública con arreglo a sus normas. Para que un sistema sea calificado como un SCV en virtud del Convenio de Ginebra sobre Valores es preciso que haya sido designado como tal mediante una declaración por parte del Estado Contratante cuya legislación regule ese sistema por motivos de reducción de riesgos que afecten a la estabilidad del sistema financiero. Véase el párrafo 70.

Sistema de liquidación de valores (SLV)

Un sistema que realiza la liquidación, o la compensación y liquidación, de las operaciones de valores, y es gestionado por uno o varios bancos centrales o está sometido a la regulación, supervisión o vigilancia de una autoridad gubernamental o pública con arreglo a sus normas. Para que un sistema sea calificado como un SLV con arreglo al Convenio de Ginebra sobre Valores es preciso que haya sido designado como tal por medio de una declaración por parte del Estado Contratante cuyo derecho regule ese sistema por motivos de reducción de riesgos

que afecten a la estabilidad del sistema financiero. Véase el párrafo 70.

Sistemas transparentes

Sistemas en los cuales los valores específicos que un inversor posee son identificados por o conocidos para el DCV, debido principalmente a que el papel de gestor de la cuenta de valores es compartido entre el DCV (el cual es el intermediario pertinente a los efectos del Convenio de Ginebra sobre Valores y la Guía) y otras personas denominadas, a menudo, gestores de cuenta, tales como sociedades de inversión, intermediarios de valores, etc. Véase el párrafo 51.

Titular de cuenta

La persona en cuyo nombre un intermediario lleva una cuenta de valores, tanto si dicha persona actúa por cuenta propia como si lo hace por cuenta de un tercero (incluyendo cuando actúa en condición de intermediario). Véase el párrafo 70.

Título global o jumbo

En el contexto de la inmovilización de los valores, un certificado o título físico que se deposita en un sistema de anotaciones en cuenta y representa todos o parte de los valores de una emisión determinada. Véase el párrafo 16.

Transmisión

La adquisición y disposición de valores intermediados y de cualquier derecho real limitado (por ejemplo, una garantía) sobre los mismos. Véanse los párrafos 123 y ss.

Usufructo

Derecho real limitado y temporal sobre valores intermediados que el propietario de tales valores confiere a una persona y que la faculta para recibir el ingreso o beneficio generado por dicha propiedad. Véase el párrafo 94.

Valores intermediados

Valores abonados en una cuenta de valores o cualesquiera derechos o facultades sobre los mismos derivados de su anotación en una cuenta de valores. Véase el párrafo 15.

LISTA DE PRINCIPIOS LEGISLATIVOS

Principio Legislativo 1 (Derechos de los titulares de cuentas): el Convenio reconoce a todo titular de cuenta un conjunto elemental de derechos derivados del abono de valores en su cuenta de valores. La legislación debería prever derechos adicionales que sean compatibles con cómo dicha legislación configura el estatuto jurídico de los titulares de cuentas. Cabría distinguir entre aquellos derechos que un inversor disfruta (incluyendo el intermediario que actúa por cuenta propia) y aquellos derechos atribuidos a favor de un intermediario por actuar con dicha condición.

Principio Legislativo 2 (Medidas que permitan el ejercicio de los derechos de los titulares de cuentas): el Convenio establece una obligación general y cuatro obligaciones especiales para los intermediarios con respecto a sus titulares de cuentas. La legislación debería establecer contenidos específicos para estas obligaciones, y si fuera necesario, ampliarlas de un modo tal que sean compatibles con la propia configuración del estatuto jurídico del titular de cuenta. La legislación debería igualmente especificar la manera en la cual un intermediario puede cumplir con sus obligaciones y determinar las condiciones bajo las cuales un intermediario es responsable. En los sistemas transparentes, donde las funciones de intermediación son distribuidas entre el DCV y los gestores de cuentas, la legislación debería claramente atribuir las respectivas responsabilidades, y el Estado Contratante debe hacer una declaración al respecto.

Principio Legislativo 3 (La responsabilidad de los intermediarios): el Convenio no precisa la responsabilidad de los intermediarios. La legislación debería establecer claramente las condiciones y el alcance de dicha responsabilidad y si esta puede ser objeto de exoneración por medio de cláusulas contractuales.

Principio Legislativo 4 (La adquisición y disposición de valores intermediados): el Convenio prevé que los valores intermediados o cualquier derecho real limitado sobre los mismos puedan ser transmitidos mediante adeudos y abonos. La legislación, igualmente, podría adoptar uno o más de los demás modos reconocidos por el Convenio.

Principio Legislativo 5 (Disposiciones no autorizadas, y nulidad, rectificación y condiciones): el Convenio prevé que un intermediario pueda disponer de los valores intermediados solamente con la autorización de la persona o de las personas afectadas por la disposición. La legislación puede prever otros casos de disposiciones autorizadas, y debería establecer las consecuencias de las disposiciones no autorizadas. La legislación debería igualmente determinar si, y bajo qué circunstancias, una anotación en cuenta deviene nula, es susceptible de ser rectificada, o es condicional, y las consecuencias de ello.

Principio Legislativo 6 (Protección del adquirente de buena fe): el Convenio prevé que un adquirente de buena fe que adquiere a título oneroso está protegido frente a reclamaciones de terceros. Esta protección ampara situaciones en las que (i) otra persona ostenta un derecho sobre los valores intermediados que resulta lesionado por la adquisición, y (b) la adquisición pueda resultar afectada por una anotación en cuenta anterior que sea defectuosa. La legislación puede extender esta esfera de protección.

Principio Legislativo 7 (Orden de prelación): el Convenio prevé normas de prelación claras entre acreedores concurrentes con respecto a los mismos valores. La legislación puede complementar y ajustar estas normas de prelación. La legislación debería abordar aquellos conflictos de prelaciones que no están resueltos por el Convenio.

Principio Legislativo 8 (Prohibición de embargos en el nivel superior): el Convenio, salvo en limitadas excepciones, prohíbe cualquier embargo de valores intermediados de un titular de cuenta frente a o de modo que afecte a (a) una cuenta de valores de cualquier persona distinta del titular de cuenta, (b) el emisor de cualquier valor abonado en una cuenta de valores del titular de cuenta, o (c) una persona distinta del titular de cuenta o del intermediario pertinente.

Principio Legislativo 9 (Prevención de déficits de valores y afectación de valores): el Convenio exige a los intermediarios evitar los déficits de valores, concretamente mediante la tenencia o disponibilidad suficiente de valores para cubrir los abonos en las cuentas de valores que tales intermediarios lleven. La

legislación debería regular el método, la manera y el marco temporal para el cumplimiento de esta obligación.

El Convenio obliga también a los intermediarios a que los valores queden afectos a los derechos de los titulares de cuentas. La legislación debe establecer una forma específica de segregación como método de afectación.

Principio Legislativo 10 (Los sistemas de compensación y los sistemas de liquidación de valores): el Convenio reconoce la importancia sistémica de los sistemas de compensación y liquidación de valores, y en algunos casos, permite derogaciones de las disposiciones del Convenio siempre que la ley aplicable al sistema en cuestión lo permita. La legislación debería solamente permitir derogaciones de las disposiciones del Convenio en aquellos casos donde tales derogaciones sean necesarias para garantizar la integridad de los sistemas locales de compensación y liquidación de valores.

La legislación debería determinar con claridad cuándo una instrucción o una operación devienen irrevocables y son firmes dentro del sistema de compensación y liquidación de valores a pesar de un procedimiento de insolvencia del gestor del sistema o de alguno de sus participantes.

Principio Legislativo 11 (Emisores): el Convenio, con carácter general, no trata las relaciones entre los titulares de cuentas y los emisores. La legislación debería definir claramente las personas facultadas para ejercer los derechos derivados de los valores frente al emisor y las condiciones para dicho ejercicio. La legislación debería facilitar el ejercicio de tales derechos por parte del titular real de la cuenta, permitiendo, en particular, que los intermediarios que actúan en representación de los titulares de cuentas ejerzan en distintos sentidos los derechos de voto u otros derechos, y debería también reconocer la tenencia por medio de representantes distintos de los intermediarios (por ejemplo, representantes en nombre propio (*nominees*)).

En caso de procedimiento de insolvencia de un emisor, el Convenio prevé que un titular de cuenta no resulte privado de

ejercer un derecho de compensación por el mero hecho de que los valores que posee lo sean a través de intermediarios.

Principio Legislativo 12 (Protección en caso de procedimiento de insolvencia): el Convenio establece importantes disposiciones relacionadas con los procedimientos de insolvencia en materia de derechos que devienen oponibles frente a terceros, y prevé normas de distribución en caso de déficits de valores de titulares de cuentas. Sin embargo, la legislación debería tratar otros importantes y pertinentes aspectos en materia de derecho de insolvencia y regulatorio que el Convenio deja a esta.

Principio Legislativo 13 (Disposiciones especiales relativas a las operaciones de garantía): la legislación debería establecer normas claras y coherentes en relación con las operaciones de garantía prendaria sobre valores intermediados. El Convenio establece normas dispositivas en relación con dichas operaciones, ya sean por medio de un contrato de garantía o un contrato de garantía con cambio de titularidad. Otros instrumentos y documentos internacionales, que reflejan las lecciones aprendidas tras la crisis financiera, ofrecen directrices adicionales sobre cuestiones relacionadas en materia de derecho regulatorio, privado y de insolvencia.

Principio Legislativo 14 (Aspectos relativos a los conflictos de leyes): puesto que el Convenio no contempla disposiciones en materia de conflicto de leyes, la legislación debería contener normas claras y coherentes en materias de conflicto de leyes en relación con los valores intermediados.

Principio Legislativo 15 (Otros instrumentos y regulaciones, e implementación): el legislador debería considerar los diversos instrumentos y directrices que hay disponibles con el fin de desarrollar e implementar un sistema de tenencia de valores intermediados que se ajuste a su contexto legal y económico, y sea coherente con los principios y normas contenidos en esta Guía.

INTRODUCCIÓN GENERAL

1. La Guía Legislativa de UNIDROIT sobre Valores Intermediados (la Guía) trata cuestiones importantes que deben tenerse en cuenta tanto en la constitución de un sistema de tenencia de valores intermediados como en la evaluación de uno ya vigente. La Guía sintetiza los principios y normas básicos del Convenio de UNIDROIT sobre las Normas de Derecho Material Aplicables a los Valores Intermediados (el Convenio de Ginebra sobre Valores o el Convenio), y ofrece recomendaciones y directrices sobre dichos principios y normas, así como sobre aquellas otras materias relacionadas que no han sido abordadas por el Convenio.

2. Puesto que los redactores del Convenio adoptaron un enfoque armonizador de tipo funcional y basado en elementos esenciales, el Convenio prevé normas armonizadas sobre determinadas cuestiones en materia de valores intermediados, pero deja a su vez otras tantas para que sean definidas y determinadas por las normas jurídicas vigentes de un Estado Contratante. La Guía complementa el Convenio al tratar tales cuestiones y, al igual que el Convenio, busca mejorar el marco jurídico de la tenencia y transmisión de valores intermediados con el fin de fomentar la solidez interna de los mercados financieros nacionales y su compatibilidad transfronteriza y, por ende, promover la formación sostenible de capital. En concreto, la Guía explica lo que está regulado por el Convenio y lo que no, y proporciona orientación a los Estados que valoran constituir un sistema de tenencia de valores intermediados o evaluar uno ya vigente. La Guía, en consecuencia, deja claro que el Convenio es susceptible de conciliar diferentes sistemas nacionales de tenencia y hacer que las interacciones entre ellos sean significativamente menos arriesgadas y más previsibles.

3. La Guía, además, busca fomentar de dos maneras la creación de un compendio completo y coherente de normas jurídicas en materia de valores intermediados. En primer lugar, en su labor de complementación del Convenio, se aspira a que la Guía promueva su adopción e implementación. En segundo lugar, en su afán de sintetizar los principios y normas básicos del Convenio, se espera que, incluso en aquellos casos donde el Convenio no sea adoptado, tales principios y normas sean susceptibles de ser acogidos e implementados en aquellos sistemas. En cualquier caso, el resultado último sería una mayor seguridad jurídica y eficiencia económica en materia de tenencia

y transmisión de valores intermediados, tanto en ámbitos nacionales como transfronterizos.

4. La Guía está estructurada en nueve partes. La Parte I ofrece unas consideraciones generales en materia de valores, describiendo sus orígenes y desarrollo, e identificando cinco modelos generales de sistemas de tenencia de valores intermediados. La Parte II describe brevemente el Convenio de Ginebra sobre Valores, incluyendo su objetivo de reducir la inseguridad jurídica y el riesgo, su enfoque funcional y centrado en aspectos básicos, y el importante papel de la legislación al margen del Convenio. Las Partes III a VII identifican los principios legislativos, resumen los principios y normas básicos en materia de tenencia y transmisión de valores intermediados, y explican su interacción con la legislación al margen del Convenio. Estas partes incluyen el tratamiento de los derechos de los titulares de cuentas y las obligaciones y responsabilidades de los intermediarios (Parte III), la transmisión de los valores intermediados (Parte IV), la integridad de los sistemas de tenencia intermediada (Parte V), la protección en caso de procedimiento de insolvencia (Parte VI), y las disposiciones especiales en relación con los acuerdos de garantía (Parte VII). Finalmente, las Partes VIII a IX también identifican principios legislativos, y ofrecen consideraciones generales en materia de conflicto de leyes (Parte VIII) y sobre otros instrumentos y regulaciones, así como sobre la implementación del Convenio o sus principios y normas en un contexto jurídico nacional (Parte IX). Adicionalmente, se incluyen ejemplos, a modo de modelo, de textos normativos o regulatorios o descripciones relacionadas con los anteriores, en la página Web de UNIDROIT, así como referencias bibliográficas, todo disponible en: <https://www.unidroit.org/legisl-guide-official-languages/legisl-guide-official-languages-spanish>.

5. Por último, es preciso señalar con carácter preliminar, que la Guía no pretende ser un instrumento que ayude a jueces, árbitros, o abogados para interpretar los principios y normas del Convenio o entender sus implicaciones. Para tal fin, el Comentario Oficial sobre el Convenio de UNIDROIT sobre Normas de Derecho Material Aplicables a los Valores Intermediados (el “Comentario Oficial”) proporciona un completo asesoramiento al respecto, y, por consiguiente, la Guía remite ampliamente cuestiones al mismo.

PARTE I - CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LOS VALORES

6. Esta Parte ofrece un resumen en materia de valores. En primer lugar, la Parte I.A describe las características básicas de los valores y la tenencia de los mismos. En segundo lugar, la Parte I.B identifica y trata brevemente cinco modelos generales de sistemas de tenencia de valores intermediados.

A. Aspectos básicos sobre los valores y la tenencia de valores

7. Los gobiernos y las sociedades necesitan dinero para financiar sus actividades y, a menudo, obtienen ese dinero del público. Con ese fin, emiten obligaciones que los inversores compran y venden en los mercados de capitales. Los inversores se comprometen a prestar una cantidad de dinero a los emisores, conocida como principal y, a cambio, cuando llegue su vencimiento, los emisores se comprometen a pagar un interés además de devolver el principal de las obligaciones.

8. Las sociedades, adicionalmente, pueden emitir acciones que los inversores compran y venden en los mercados de capitales. Los inversores que compran y poseen acciones se obligan a proporcionar dinero a los emisores y, a cambio, los emisores se obligan a pagar a los inversores unos dividendos (esto es, una parte del beneficio de la sociedad) y a reconocerles ciertos derechos participativos en la sociedad, como, por ejemplo, el derecho al voto en las juntas generales de socios.

9. Las obligaciones y las acciones, así como otros instrumentos financieros y activos, son generalmente conocidos como valores, aunque la definición varía de un sistema a otro. Hay, por tanto, muchos tipos de valores diferentes, incluyendo las obligaciones y otros instrumentos de deuda negociados en los mercados de capitales; las acciones y otros instrumentos de capital, con independencia de si son o no negociados en un mercado bursátil; y las participaciones transferibles, distintas de las acciones, de las instituciones de inversión colectiva.

10. La tenencia de valores, la cual puede ser no intermediada o intermediada, es un pilar del sistema financiero internacional y un componente esencial de la economía mundial. Por ejemplo, el BPI estimó, en diciembre de 2016, que el valor total de los títulos de deuda alcanzó los USD 102.3 billones a nivel mundial, de los cuales USD 80.6 billones correspondían a títulos de deuda nacional y USD 21.7 billones correspondían a títulos de deuda internacional. Véanse *BIS Quarterly Review* (diciembre 2016), gráfico C.1, y las estadísticas relacionadas.

1. Valores no intermediados

11. Tradicionalmente los valores venían siendo emitidos en la forma de títulos físicos o mediante inscripciones en el correspondiente registro del emisor, o de ambas maneras. Con carácter general, los valores no intermediados pueden estar o no inscritos, y estar o no incorporados a un título.

12. Los valores no intermediados no inscritos son aquellos en los cuales el titular de los valores, normalmente denominado como *tenedor*, resulta desconocido para el emisor, aunque posea los títulos físicos. En este tipo de tenencia, la propiedad de los valores recae generalmente en el poseedor, quien puede venderlos mediante la entrega de los títulos físicos a cambio del pago del precio acordado y, en caso necesario, mediante un contrato de transmisión sobre la propiedad de los títulos en favor del comprador.

13. Los valores no intermediados inscritos son aquellos en los que el titular de los valores sí es conocido por el emisor, que inscribe la propiedad de los valores a nombre del titular en su registro. La inscripción por parte del emisor de la propiedad de los valores hace posible que se dirija directamente al titular de los valores, por ejemplo, para pagar los dividendos o comunicar la información para el ejercicio del derecho al voto.

14. Los valores no intermediados pueden estar incorporados a un título-valor o no. Si están incorporados a un título, el emisor, además de inscribir la propiedad del titular de los valores en su registro, emite un título que acredita dicha propiedad. La entrega del título al comprador junto con un contrato de transmisión sobre

la propiedad de los valores, permite la transmisión de la propiedad en favor del comprador. Comúnmente los valores se pueden bien endosar a la orden del comprador, en cuyo caso el emisor inscribe la transmisión del vendedor en favor del comprador en su registro, bien endosar en blanco. En el caso de que los valores no estén incorporados a un título, no se emiten estos, y el titular de los valores puede venderlos mediante un contrato con el comprador, en cuyo caso, el emisor inscribirá la transmisión del vendedor al comprador en su registro.

2. Valores intermediados

15. Gracias a los avances tecnológicos, ya no resulta necesario poseer los valores físicamente en papel o inscribiendo su titularidad o transmisión en el registro del emisor. La tenencia y transmisión de valores son, hoy en día, generalmente inscritos por medio de anotaciones electrónicas en cuentas de valores gestionadas por intermediarios, tales como bancos u otras instituciones financieras, por lo que son conocidos como *valores intermediados*. Los intermediarios representan un importante eslabón entre el emisor y el inversor en lo que se denomina como *cadena de tenencia intermediada*.

16. La aparición del sistema de anotaciones en cuenta, basado en inscripciones electrónicas en las cuentas de valores, está asimismo relacionada con el proceso de inmovilización y desmaterialización de los valores. La inmovilización supone el depósito permanente de los títulos físicos en manos de un *depositario central de valores* (DCV), esto es, un intermediario que realiza la inscripción inicial de los valores en un sistema de anotaciones de cuenta, o que ofrece y gestiona las cuentas de valores en el nivel superior de la cadena de tenencia intermediada, permitiendo el abono de una cantidad equivalente de valores en las cuentas de valores así como su transmisibilidad por medio de anotaciones en cuentas de valores. El depósito de los valores en el DCV se puede realizar por medio de títulos individuales, un título conjunto generalmente conocido como título global o *jumbo* que representa todo o parte de los valores de una emisión concreta, o de una carta del emisor que acredita la custodia por el DCV de una determinada cantidad de valores de una categoría específica. La transmisión de valores inmovilizados puede, por

tanto, tener lugar mediante anotaciones electrónicas en cuenta por parte de los intermediarios sin que sea necesario la efectiva circulación física de los títulos.

17. La desmaterialización va más allá de la mera inmovilización y elimina los títulos físicos completamente. Los valores son representados únicamente por medio de anotaciones en cuenta a lo largo de la cadena de tenencia intermediada.

18. Intermediación, inmovilización y desmaterialización han reducido significativamente y, en algunos sistemas, incluso han eliminado los procesos de documentación en papel que tradicionalmente venían siendo necesarios para la transmisión de valores. Estos avances han posibilitado, en consecuencia, una mayor tenencia y transmisión de valores y un aumento del tamaño de los mercados de capitales.

3. Operaciones ordinarias con valores

19. Los valores se compran y venden en los mercados de capitales, y hay muchos tipos de operaciones sobre valores. Algunas operaciones ordinarias, brevemente explicadas a continuación, son (a) la “simple” compraventa de valores, (b) la constitución de derechos de garantía, (c) las operaciones con pacto de recompra, y (d) las operaciones de préstamo de valores:

(a) Una “simple” compraventa de valores contra pago del precio.

(b) La constitución de un derecho de garantía sobre unos valores. Por ejemplo, si la Sociedad A presta dinero a la Sociedad B para la compra de valores, se puede constituir un derecho de garantía sobre tales valores a favor de la Sociedad A con el fin de garantizar que la Sociedad A pueda recuperar el importe prestado. Si la Sociedad B incumple su obligación de devolución del préstamo, la Sociedad A podrá ejecutar los valores y venderlos para recuperar lo que la Sociedad B le debe.

(c) En una operación con pacto de recompra (o *repo*), un vendedor que busca liquidez transmite unos valores a un

comprador a cambio de dinero en efectivo inmediato en la fecha de la compra; en la fecha de la recompra, el vendedor devuelve el dinero en efectivo entregado más una parte correspondiente al interés a cambio de valores equivalentes. Véase, por ejemplo, el esquema 279-1 posterior.

(d) Una operación de préstamo de valores es similar a un *repo*, con la salvedad de que el prestatario busca la transmisión de la propiedad de determinados valores con la promesa de que devolverá valores equivalentes, garantizada bien con dinero en efectivo bien con valores. Por ejemplo, un prestamista transmite unos valores (por ejemplo, 100 acciones de la Sociedad A) a un prestatario quien transmite a su vez otros valores (por ejemplo, 100 acciones de la Sociedad B) al prestamista y, en una fecha posterior, ambas partes transmiten unos valores equivalentes, y, además, el prestatario paga una contraprestación.

20. Los participantes del mercado pueden realizar numerosas operaciones cada día. Tales operaciones tienen lugar a través de múltiples mercados o plataformas de negociación o por medio de los denominados mercados “*extrabursátiles*”. Muchas operaciones son compensadas, liquidadas, o simultáneamente compensadas y liquidadas, a través de una *entidad de contrapartida central* (ECC), esto es, una entidad que opera como comprador para todo vendedor y como vendedor para todo comprador de tal modo que las partes solamente soportan el riesgo crediticio de la ECC. Para aquellos casos donde tienen lugar numerosas operaciones cada día, tiene sentido no transmitir cantidades brutas por operación, sino que, si es posible, resulta lógico compensar las obligaciones de transmisión en unos momentos predeterminados, y transmitir solamente el montante neto resultante.

21. Toda operación requiere de lo que se conoce como *novación, compensación y liquidación*. Por un lado, la novación y compensación se refiere al proceso de transferencia, reconciliación y, en algunos casos, confirmación de operaciones que precede a la liquidación, pudiendo incluir la compensación de operaciones y la fijación de posiciones definitivas. En ocasiones, este término se utiliza igualmente (aunque de manera

imprecisa) para designar la liquidación. Por otro lado, la liquidación supone un proceso en virtud del cual las obligaciones dimanantes de un acuerdo entre las partes para la transmisión de valores se ejecutan (por ejemplo, el intercambio de dinero en efectivo como contravalor por los valores adquiridos y el abono de los valores en la cuenta del comprador).

4. Las cadenas de tenencia de valores

22. En el contexto de la tenencia de valores, tal y como se ha mencionado anteriormente, existen varios participantes fundamentales que ocupan diferentes posiciones a lo largo de las cadenas de tenencia de valores. Estos participantes incluyen:

(a) Los emisores, en el origen de la cadena como, por ejemplo, un gobierno que emite bonos o una sociedad que emite obligaciones o acciones;

(b) Los intermediarios, en el medio de la cadena como, por ejemplo, un DCV, que se encarga de custodiar los títulos físicos que representan los valores en el caso de que los hubiera, y mantener y gestionar las anotaciones electrónicas, y los bancos y otras instituciones financieras, que mantienen cuentas de valores por cuenta de los inversores o por cuenta propia; y

(c) Los inversores, al final de la cadena como, por ejemplo, particulares, sociedades, fondos de pensiones e instituciones de inversión colectiva, que compran los valores.

23. A continuación, se exponen unos planteamientos generales acompañados de esquemas sobre los sistemas elementales de tenencia de valores, tanto los de (a) tenencia no intermediada, como los de (b) tenencia intermediada.

a. Tenencia no intermediada

24. En la tradicional tenencia de valores no intermediados no existen intermediarios entre el emisor y el inversor. Esta tenencia puede aplicarse, por ejemplo, a valores incorporados a

un título que el inversor posee físicamente (esquema 24-1), valores directamente inscritos en el registro del emisor a nombre del inversor (esquema 24-2), o ambos tipos (esquema 24-3). La ventaja de esta relación directa entre el emisor y el inversor radica en que el emisor es capaz de identificar al inversor (salvo en el caso de valores (al portador) no inscritos) y el inversor es capaz de ejercer sus derechos derivados de los valores directamente frente al emisor (por ejemplo, aquellos derechos que surgen a favor del titular de los valores por el mero hecho de tenerlos, tales como la participación en la distribución de dividendos o cualesquiera otros beneficios que se repartan, el derecho al voto, así como el derecho a recibir la información necesaria para que los titulares de cuentas puedan ejercer otros derechos). Además, el inversor no soporta el riesgo asociado a la apertura de un procedimiento de insolvencia de un intermediario puesto que no hay intermediario alguno.



Esquema 24-1: tenencia de valores no intermediados – títulos físicos.



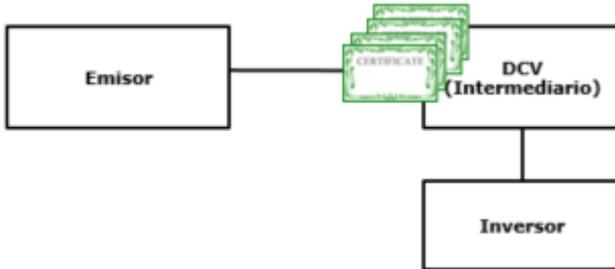
Esquema 24-2: tenencia de valores no intermediados – inscripciones en el registro del emisor.



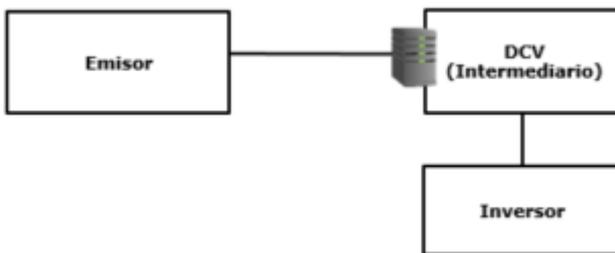
Esquema 24-3: tenencia de valores no intermediados – títulos físicos e inscripciones en el registro del emisor.

b. Tenencia intermediada

25. En una cadena de tenencia intermediada, existe al menos un intermediario, y probablemente más de uno, entre el emisor y el inversor. Tales cadenas pueden existir, por ejemplo, para títulos representativos de los valores depositados en el DCV (esquema 25-1) o para valores desmaterializados representados exclusivamente mediante anotaciones electrónicas en cuenta abiertas por el DCV (esquema 25-2). Adicionalmente, en el caso de que la cadena comprenda títulos de valores inmovilizados o valores desmaterializados, un DCV o un agente puede gestionar el registro del emisor.



Esquema 25-1: cadena de tenencia de valores intermediados – títulos de valores inmovilizados.



Esquema 25-2: cadena de tenencia de valores intermediados – valores desmaterializados.

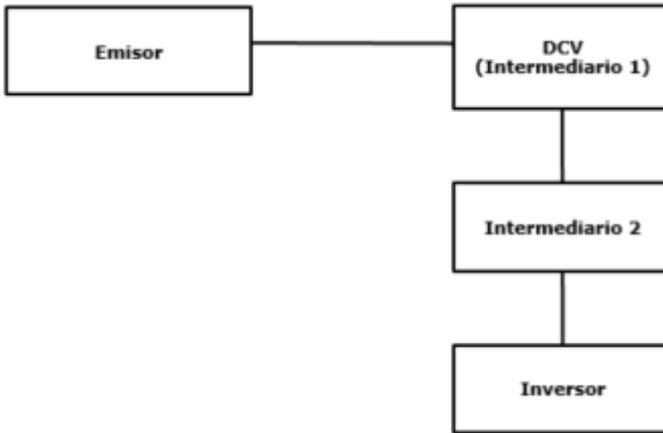
26. A continuación, se describen ejemplos de cadenas de tenencia intermediada, nacionales e internacionales. Debido a sus posibles variaciones, los esquemas han sido simplificados para

mostrar, de un modo estático, los vínculos básicos de las cadenas de tenencia entre emisores, intermediarios e inversores.

(i) *Ejemplos nacionales*

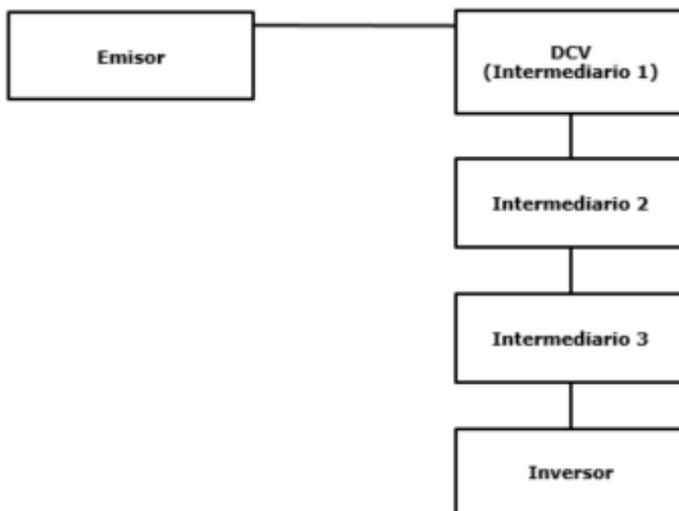
27. Las cadenas nacionales de tenencia intermediada pueden ser sencillas. Tal y como se muestra en los esquemas 25-1 y 25-2 anteriores, el DCV, por ejemplo, puede ser el único intermediario entre el emisor y el inversor. En algunos sistemas, no hay intermediarios aparte del propio DCV, y los inversores poseen sus valores directamente con el DCV. Aparte de custodiar los valores, en algunos sistemas, el DCV puede actuar simplemente como canal de comunicación entre el emisor y el inversor. En otros sistemas, el DCV puede asumir responsabilidades adicionales y jugar un papel de mayor importancia dentro del sistema de compensación y liquidación con el fin de conseguir una transmisión de los valores más eficiente, dependiendo de cómo dichas responsabilidades sean distribuidas entre los DCV, los mercados bursátiles, los bancos centrales y otros participantes del mercado.

28. Las cadenas de tenencia intermediada de valores de ámbito nacional pueden, no obstante, extenderse comprendiendo varios niveles de intermediarios entre el emisor y el inversor. En estos casos, los inversores se encuentran en el extremo de las cadenas, siendo sus cuentas de valores mantenidas por sus intermediarios. A modo de ejemplo, un inversor puede celebrar un contrato con un intermediario para gestionar la relación con el DCV (por ejemplo, para servir como interfaz técnico entre el inversor y el DCV). El esquema 28-1 muestra un ejemplo en el cual un intermediario en un nivel superior (DCV) mantiene los valores en una cuenta de valores por cuenta de otro Intermediario (2), y este último los mantiene por cuenta del inversor.



Esquema 29-1: cadena de tenencia de valores intermediados a nivel nacional con dos intermediarios.

29. Lógicamente, las cadenas de tenencia pueden llegar a complicarse conforme el número de intermediarios aumenta, tal y como se muestra en el esquema 29-1. El DCV custodia los valores y mantiene una cuenta en favor del Intermediario 2, el cual mantiene a su vez una cuenta en favor del Intermediario 3, quien igualmente mantiene una cuenta en favor del inversor. Este tipo de cadenas son en realidad bastante comunes en un sistema de anotaciones en cuenta. Regular a los intermediarios, en consecuencia, resulta muy importante y, en algunos sistemas, los intermediarios se encuentran ampliamente regulados. En los mercados, los intermediarios pueden ser corredores de bolsa, bancos o entidades de inversión, y pueden ser igualmente denominados como *depositarios*, *subdepositarios* o por otro término. La Guía, sin embargo, generalmente los designa como *intermediarios*. Véase el párrafo 70.



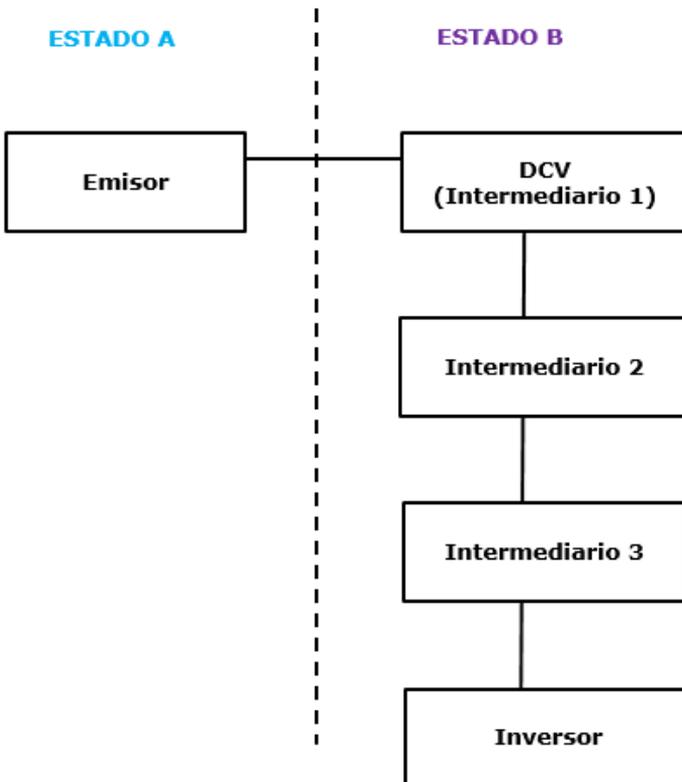
Esquema 29-1: cadena de tenencia de valores intermediados a nivel nacional con tres intermediarios.

30. Incluso en supuestos nacionales, la presencia de intermediarios entre emisores e inversores significa que los emisores y los inversores pueden carecer de una relación directa. Sin normas y regulaciones adecuadas dentro de un sistema nacional, determinar quién está facultado para ejercer los derechos derivados de los valores puede resultar difícil. Ello dependerá, por ejemplo, de si dicho sistema permite al inversor, situado en el otro extremo de la cadena, ejercer sus derechos directamente frente al emisor, o si estos derechos pueden ser trasladados y ejercidos a través de la cadena de intermediarios.

(ii) *Ejemplos internacionales*

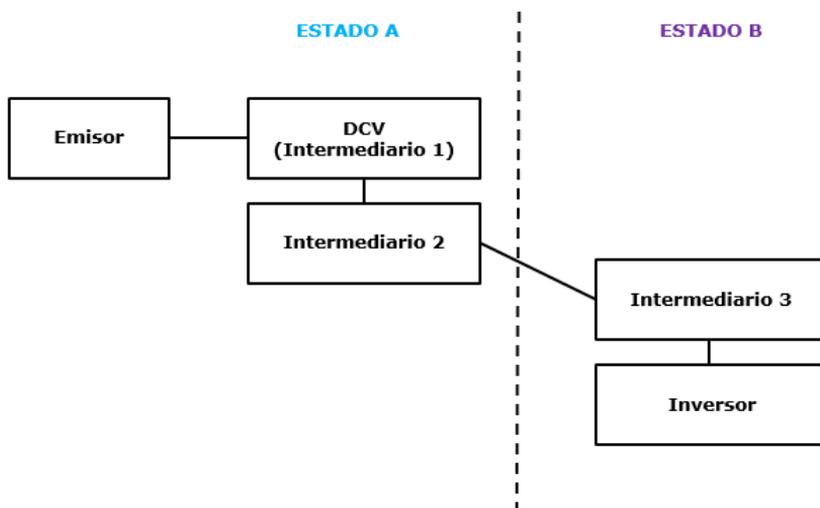
31. En los mercados de capitales actuales, los inversores ya no se encuentran confinados dentro de las fronteras nacionales. Al contrario, los inversores suelen adquirir valores emitidos por emisores localizados en otras jurisdicciones. Tal y como se describe en los siguientes ejemplos, las cadenas de tenencia transfronteriza a menudo se componen de varios intermediarios.

32. Para ciertas cadenas de tenencia internacionales, el DCV se encuentra ubicado en un Estado diferente al del emisor. Por ejemplo, según se exhibe en el esquema 32-1 posterior, una sociedad en un Estado A opta por inscribir sus valores con el DCV de un Estado B por varios motivos. En este caso, esa sociedad inscribe y deposita sus valores con el DCV del Estado B, que pasaría a ser el primer intermediario de la cadena de tenencia. El Intermediario 2 mantiene una cuenta con el DCV, donde se abonan los valores. El Intermediario 2 abona a continuación dichos valores en la cuenta que mantiene por cuenta del Intermediario 3, y finalmente el Intermediario 3 abona aquellos valores en la cuenta que este mantiene por cuenta del inversor.



Esquema 32-1: cadena de tenencia de valores intermediados a nivel transfronterizo con dos Estados y el emisor decide utilizar un DCV extranjero.

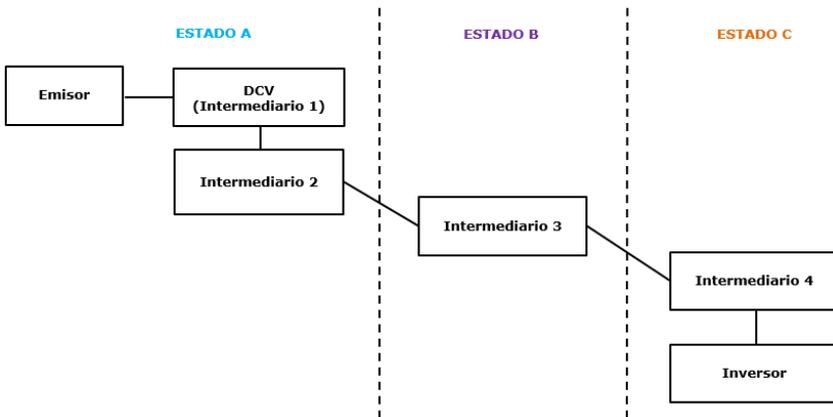
33. En la mayoría de las cadenas de tenencia internacionales, sin embargo, el DCV se halla en el mismo Estado que el del emisor. El esquema 33-1 posterior muestra cómo los valores pueden ser emitidos por una sociedad en el Estado A y depositados con el DCV (Intermediario 1). A continuación, se encuentra otro intermediario en el mismo Estado A, por ejemplo, una sociedad local de inversión (Intermediario 2), que dispone de una cuenta con el DCV donde se abonan los valores. La sociedad de inversión coloca estos valores en el extranjero a través de un banco internacional ubicado en el Estado B (Intermediario 3), el cual realiza el abono de los valores en la cuenta de valores de un inversor en dicho Estado.



Esquema 33-1: cadena de tenencia de valores intermediados a nivel transfronterizo con dos Estados.

34. Las cadenas de tenencia internacionales, como la mostrada en el esquema 34-1 posterior, pueden extenderse más allá de una sola frontera. En este ejemplo, los valores se emiten por una sociedad en un Estado A. De acuerdo con la legislación del Estado A, todos los valores emitidos por sociedades de este Estado deben ser depositados e inscritos con el DCV del Estado A. Este DCV es el primer intermediario y, por tanto, monopoliza el mercado de inscripciones de valores en dicho Estado. A continuación, se halla otro intermediario en el Estado A, una

sociedad local de inversión (Intermediario 2), que mantiene una cuenta a nivel del DCV en la cual se abonan los valores emitidos. La sociedad de inversión procede a colocar los valores en el extranjero a través de un banco internacional situado ya en un Estado B (Intermediario 3). Un banco local del Estado C (Intermediario 4) adquiere aquellos valores por cuenta de un inversor del Estado C. Desde el mismo momento en que el intermediario en el Estado B asigna aquellos valores a la cuenta de valores del banco local, este procede a abonarlos a la cuenta de valores del inversor.



Esquema 34-1: cadena de tenencia de valores intermediados a nivel transfronterizo con tres Estados.

35. En estos ejemplos de tipo internacional, el ejercicio de los derechos derivados de los valores por parte de los inversores puede revelarse complicado. Por un lado, la legislación interna de un Estado en concreto, puede, por ejemplo, no reconocer los derechos o facultades de los inversores ubicados en otra jurisdicción, impedir que los intermediarios actúen por cuenta de sus inversores, o no facilitar lo suficiente el ejercicio de los derechos de los inversores a través de la cadena de tenencia. Por otro lado, la relación transfronteriza entre los intermediarios se rige por acuerdos contractuales. Es el contrato en sí, sometido a las normas y regulaciones del sistema en cuestión, lo que define los derechos y obligaciones entre los intermediarios implicados. Si el contrato no contempla la obligación de trasladar los derechos derivados de los valores a través de los intermediarios, el ejercicio

de tales derechos por parte del inversor que se encuentra en el otro extremo de la cadena puede verse perturbado. Estos ejemplos, además, generalmente implican tenencias simplificadas y estáticas, pero no transmisiones. De hecho, las cadenas de tenencia de valores pueden fluctuar diariamente afectando a numerosos intermediarios y titulares de cuentas, y diferentes ordenamientos jurídicos pueden ser objeto de aplicación a determinados eslabones de la cadena. Véase, a modo general, la Parte VIII posterior.

5. Riesgos asociados a los valores intermediados

36. Existen riesgos asociados a la tenencia y transmisión de valores intermediados que van desde la disposición no autorizada de valores hasta el procedimiento de insolvencia del intermediario. En contextos transfronterizos en particular, el principal riesgo de la tenencia de valores intermediados deriva de la inseguridad jurídica sobre cómo las diferentes jurisdicciones configuran los derechos de los titulares de cuentas en relación con los valores intermediados.

37. Los inversores quieren estar seguros sobre qué régimen jurídico determinará sus derechos sobre los valores intermediados, por ejemplo, en el caso de que tengan lugar litigios o un procedimiento de insolvencia del intermediario. Si un intermediario se encuentra en una situación de desequilibrio financiero y cae en insolvencia, puede surgir un problema de déficit de valores en el que el intermediario en cuestión no tendría valores suficientes a su disposición para poder hacer frente a aquellos valores abonados en las cuentas de valores de sus titulares. De este modo, el procedimiento de insolvencia de un intermediario, dependiendo, por ejemplo, de la dimensión del déficit de valores, puede poner en riesgo la propia tenencia de valores para los inversores al final de la cadena y llevar a otros intermediarios igualmente a un procedimiento de insolvencia, amenazando, con ello, el desencadenamiento de efectos sistémicos. Esto efectos pueden agravarse en aquellos supuestos donde hay múltiples intermediarios ubicados en diferentes jurisdicciones con diferentes legislaciones en materia de insolvencia.

38. Los esfuerzos de armonización, como los del Convenio de Ginebra sobre Valores y la Guía, van dirigidos a reducir la inseguridad jurídica y, por tanto, los riesgos asociados a los valores intermediados. Debe ponerse de relieve, no obstante, que tales esfuerzos no son la panacea para todos los riesgos asociados a los valores intermediados.

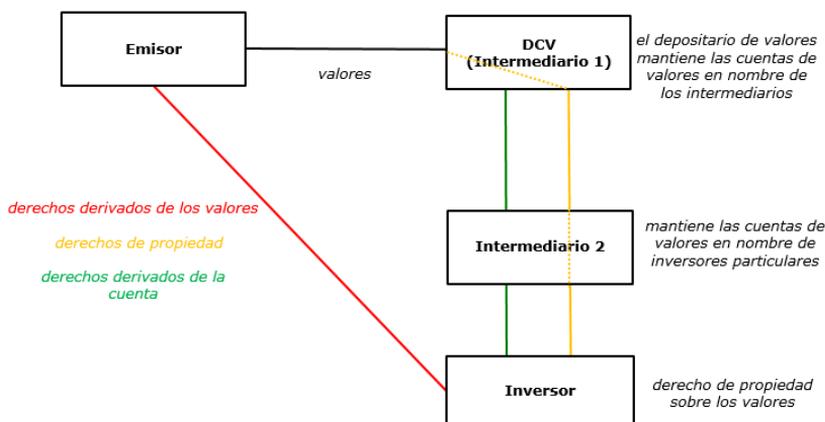
B. Modelos de tenencia de valores intermediados

39. Hoy en día no existe un enfoque jurídico uniforme a nivel internacional sobre los sistemas de tenencia de valores intermediados. En algunos casos, se hace referencia a dos grandes bloques de sistemas de tenencia: los *modelos de tenencia directa*, en los cuales los intermediarios simplemente se limitan a llevar un registro contable de los inversores sin que tengan derecho alguno sobre los valores de los mismos; y los *modelos de tenencia indirecta*, donde los intermediarios gozan de derechos sobre los valores de los inversores. La Guía, sin embargo, identifica y hace referencia, aunque de modo general, a cinco grandes modelos de sistema de tenencia (esto son, el de propiedad individual, el de copropiedad, el de fideicomiso (*trust*), el de *security entitlement* y el contractual) que son brevemente descritos a continuación. Para cada uno de ellos se proporcionan esquemas, aunque estos no son necesariamente representativos de todo sistema conforme a un modelo en particular, y muestran solamente la tenencia de valores intermediados de un modo estático y no el flujo de los derechos derivados de los mismos a lo largo de la cadena, como por ejemplo los derechos al voto y a la distribución de dividendos. Los modelos, asimismo, no son exhaustivos ni mutuamente excluyentes, ya que algunos sistemas pueden ser mixtos, al poder emplearse diferentes tipos de modelos para determinados tipos de valores. De hecho, los sistemas evolucionan a lo largo del tiempo, y de ahí la consiguiente necesidad de flexibilizar los enfoques jurídicos que los regulan. Al examen de los cinco modelos generales le sigue un desarrollo más detallado de una importante distinción en materia de identificación del inversor en la cadena de tenencia, así como de un ejemplo más complejo de situación transfronteriza.

1. Modelo de propiedad individual

40. En el modelo de propiedad individual, ni el DCV ni ningún otro de los intermediarios tienen derecho alguno sobre los valores, ya que es el inversor quien tiene la plena propiedad individual sobre los mismos, considerándose los valores directamente localizados en la cuenta de valores del inversor. En el sistema francés, por ejemplo, en el cual todos los valores nacionales emitidos son valores desmaterializados, los valores son inscritos por medio de anotaciones en cuenta con el DCV que actúa simplemente como un registro para el emisor y otros participantes que actúan por cuenta del emisor. El inversor tiene acceso a sus valores a través de su propia cuenta con el intermediario y no a través de ningún otro intermediario.

41. En el caso de que el DCV o cualquier otro intermediario caiga en insolvencia, el inversor, como propietario de los valores, tiene el derecho a reclamar una nueva inscripción de los valores a su nombre. Los intermediarios, incluyendo el DCV, no gozan de derecho alguno sobre los valores del inversor, salvo en contadas situaciones donde se constituye un derecho de garantía en favor de un intermediario.



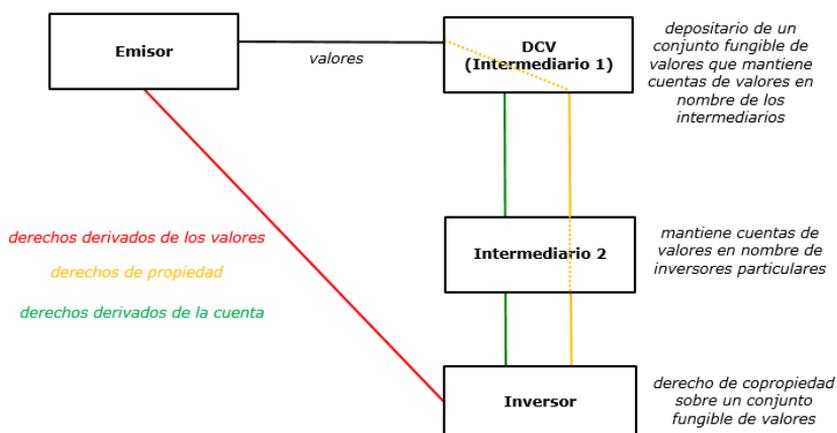
Esquema 41-1: modelo de propiedad individual.

42. Algunos sistemas que siguen este modelo son comúnmente denominados como *sistemas transparentes*, los cuales están descritos en el párrafo 51 posterior.

2. Modelo de copropiedad

43. Bajo el modelo de copropiedad (por ejemplo, en Austria, Alemania y otras jurisdicciones de derecho civil), los valores típicamente se depositan por el emisor con el DCV en la forma de un título global. El DCV, a su vez, abona los valores en las cuentas de sus participantes, normalmente bancos que actúan como intermediarios para otros intermediarios e inversores. En este modelo, un inversor tiene un derecho de propiedad compartido. El inversor tiene una fracción de la propiedad o, en otras palabras, una copropiedad, que se corresponde con su cuota en el conjunto de valores mantenido por el DCV. El inversor accede a sus valores a través de su intermediario y, debido a la commixión de los valores, ni el DCV ni cualquier otro intermediario en un nivel superior al intermediario inmediato del inversor (esto es, el intermediario pertinente) son capaces de identificar cuáles son los valores concretos de un inversor determinado.

44. En el caso de que el DCV u otro intermediario caiga en insolvencia, los valores de un inversor no llegan a formar parte de la masa activa del procedimiento concursal, y tampoco el DCV ni ningún otro intermediario devienen propietarios de los valores. El inversor está facultado para ejercer y, si fuera necesario, ejecutar los derechos derivados de tales valores.

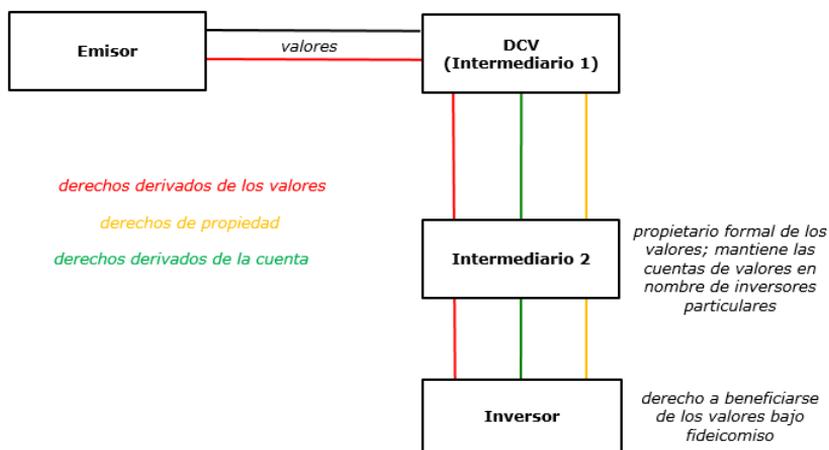


Esquema 44-1: modelo de copropiedad.

3. Modelo de fideicomiso (*trust*)

45. En el modelo de fideicomiso (*trust*) (por ejemplo, en Australia, Inglaterra y Gales, e Irlanda), los valores de los inversores son entregados al DCV para su custodia, y el DCV actúa como registro de los emisores careciendo de derechos jurídicos sobre los valores. Los participantes del DCV, típicamente intermediarios como bancos y otras instituciones financieras, son considerados como los propietarios legales de los valores, ya actúen por su cuenta o por cuenta de sus clientes. Una vez que estos intermediarios abonan estos valores a la cuenta de sus titulares, los intermediarios actúan como una suerte de fideicomisarios (*trustees*) para los titulares de cuentas, quienes devienen beneficiarios y reciben un derecho participativo en equidad (*equitable interest*) sobre esos valores. Los inversores tienen acceso a estos valores a través de sus intermediarios pertinentes y no a través de otros intermediarios situados en niveles superiores de la cadena de tenencia.

46. En el caso de que un intermediario caiga en insolvencia, el inversor, como beneficiario, es titular de un derecho dominical sobre los valores, por lo que no pueden ser reclamados por los acreedores del intermediario.

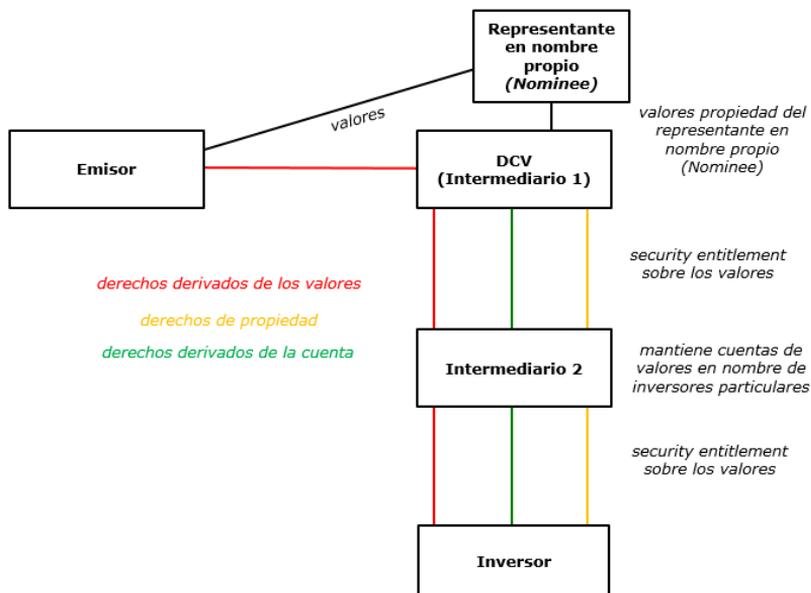


Esquema 46-1: modelo de fideicomiso (*trust*).

4. Modelo de *security entitlement*

47. Según este modelo (por ejemplo, en Canadá y los Estados Unidos de América), todo titular de cuenta de valores adquiere un conjunto de facultades o derechos jurídicos sobre los valores denominado *security entitlement* (esto es, un abanico de derechos *sui generis* frente a un intermediario y sobre los activos mantenidos por este intermediario) que se pueden hacer valer frente a su intermediario pertinente. En otros términos, existen titulares de *security entitlements* en cada nivel de la cadena de tenencia por debajo del DCV. Los titulares de *security entitlements* no están facultados directamente frente al emisor para ejercer los derechos económicos o de cualquier otro tipo emanados del activo financiero. El intermediario, sin embargo, tiene la obligación de recibir los derechos derivados de los valores y trasladarlos al titular del *security entitlement* y ejercer tales derechos en representación de dicho titular. Los inversores situados en el otro extremo de la cadena, son quienes ostentan los *security entitlements* frente a su intermediario pertinente y acceden a los valores a través de dicho intermediario y no a través de ningún otro intermediario de la cadena.

48. En caso de que el intermediario caiga en insolvencia, el titular de la cuenta está protegido por el hecho de que los *security entitlements* están separados del haber patrimonial del intermediario.



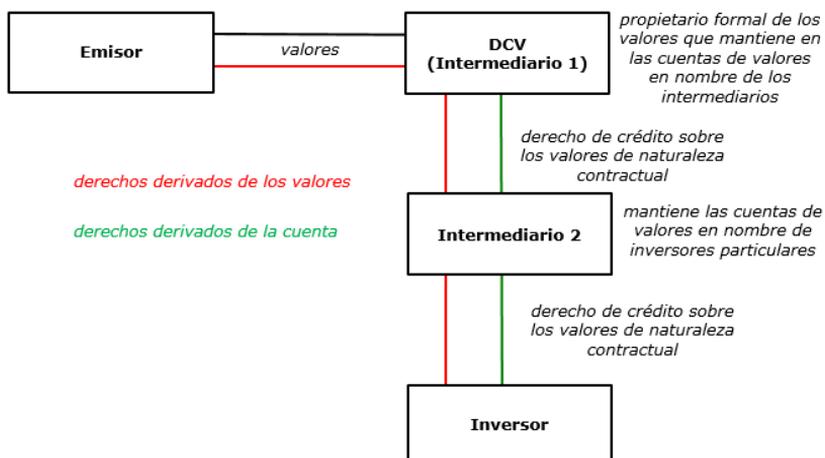
Esquema 48-1: modelo de security entitlement.

5. Modelo contractual

49. Según el modelo contractual, los inversores no adquieren un conjunto de derechos reales sobre los valores, sino que adquieren en su lugar unos derechos contractuales directamente frente al intermediario pertinente. Todo el sistema de tenencia se basa en una red de contratos bilaterales entre los diferentes participantes del mercado, desde el DCV hasta el inversor. El DCV o cualquier otro intermediario aparecen en el registro del emisor como titulares inscritos y, en consecuencia, los derechos y obligaciones fluyen a lo largo de la cadena de tenencia desde un intermediario a otro, hasta que finalmente se ponen a disposición de los inversores.

50. Los términos y condiciones de los contratos en cuestión entre los participantes generalmente proporcionan un marco jurídico sobre numerosos aspectos, incluyendo el ejercicio de los derechos de los inversores o las consecuencias derivadas del procedimiento de insolvencia de un intermediario. Las normas de derecho nacional en materia de insolvencia, no obstante, determinan, en gran medida, los derechos de crédito y demás

derechos sobre los valores dentro del haber patrimonial del intermediario. En ciertos sistemas, además, los intermediarios pueden estar estructurados de tal modo y manera que el riesgo de insolvencia es muy remoto (por ejemplo, mediante el encargo sólo de las funciones de depósito y no de ninguna otra). Para aquellos sistemas que siguen este modelo, las normas sobre procedimientos de insolvencia que protegen a los inversores, o a los intermediarios cuyo riesgo de insolvencia es remoto, son fundamentales debido a que los derechos contractuales de un inversor por sí mismos no ofrecen protección suficiente, por ejemplo, en caso de que un intermediario caiga en insolvencia.



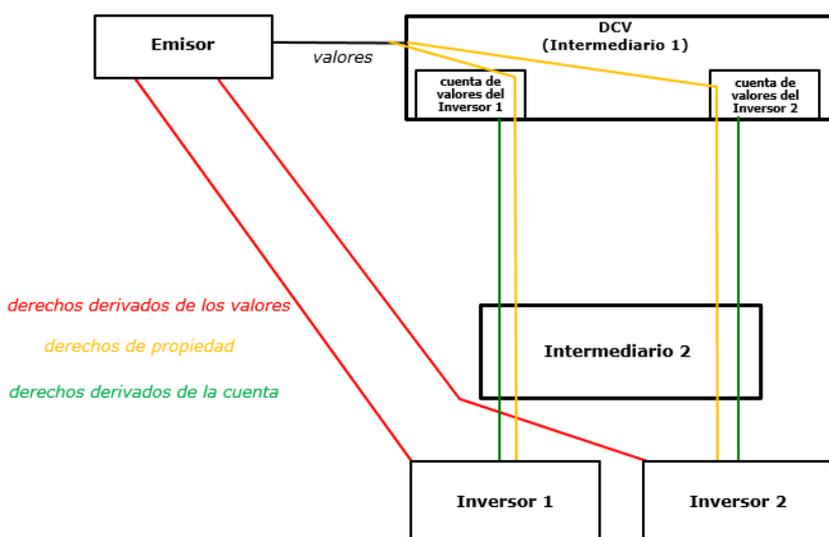
Esquema 50-1: modelo contractual.

6. La identificación del inversor: los sistemas transparentes y los no transparentes

51. En relación con el modelo de propiedad individual, ya se anticipó en párrafos anteriores la existencia de sistemas conocidos como *sistemas transparentes*. En estos sistemas, los valores concretos de un inversor se identifican por o son conocidas para el DCV, principalmente, debido a que la función de mantenimiento de una cuenta de valores es compartida entre el DCV (que a los efectos del Convenio y de la Guía es el intermediario pertinente) y otras entidades denominadas gestores de cuentas, que son sociedades de valores que mantienen una

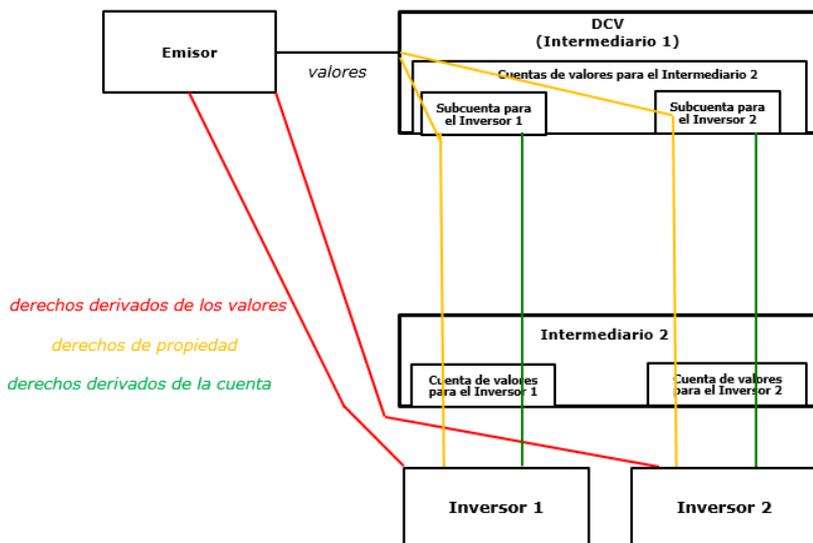
relación comercial con los inversores. Hay tres clases generales de sistemas transparentes y para cada uno se ofrece un esquema:

(a) *Cuando las tenencias de valores del inversor son mantenidas en una cuenta con el DCV:* en este sistema, hay cuentas separadas para cada inversor mantenidas con el DCV y los intermediarios simplemente se limitan a operar dichas cuentas. Todos los intermediarios, por tanto, juegan un papel de interfaz técnico entre el inversor y el DCV.



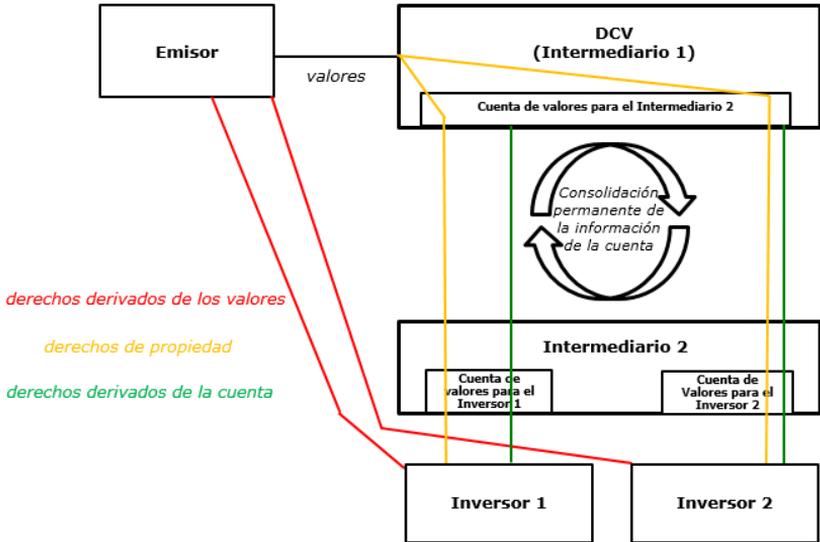
Esquema 51-1: sistema transparente en el cual las tenencias de valores del inversor son mantenidas en una cuenta con el DCV.

(b) *Cuando las tenencias de valores del inversor son identificadas por medio de una cuenta del intermediario con el DCV:* en estos sistemas, el DCV mantiene cuentas en nombre de los intermediarios, y estas cuentas, a su vez, son divididas en subcuentas para cada uno de los clientes del intermediario reflejando las tenencias de valores de cada uno de ellos.



Esquema 51-2: sistema transparente en el cual las tenencias de valores del inversor son identificadas en una cuenta del intermediario con el DCV.

(c) Cuando las tenencias de valores del inversor son mantenidas por un intermediario en una cuenta ómnibus con el DCV y la información sobre la cuenta se inscribe de forma periódica: en estos sistemas existe una cuenta ómnibus con el DCV en nombre de los intermediarios, los cuales mantienen en sus registros cuentas separadas para sus clientes. La información en relación a estas cuentas separadas es permanentemente o al menos periódicamente consolidada entre los intermediarios y el DCV, lo que permite al DCV determinar los valores que cada cliente posee.



Esquema 51-3: sistema transparente en el cual las tenencias de valores del inversor son mantenidas por un intermediario en una cuenta ómnibus con el DCV y la información sobre la cuenta se inscribe de forma periódica.

El rasgo común de estas tres categorías es que los inversores y sus valores individuales son identificados a nivel del DCV.

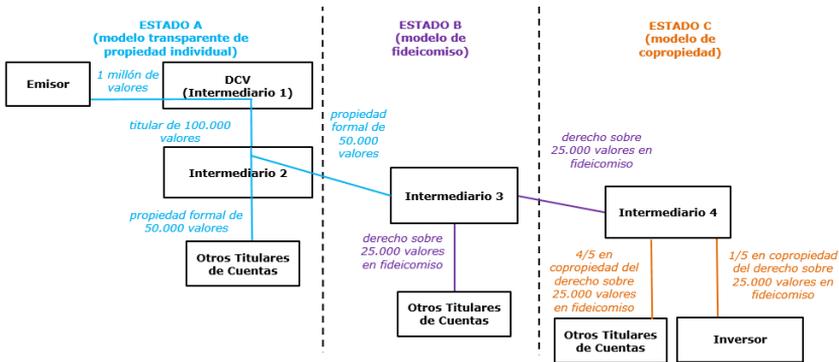
52. Los *sistemas no transparentes*, por el contrario, son aquellos en los que los derechos del inversor sobre los valores no se encuentran identificados a nivel del DCV, sino solamente a nivel del intermediario pertinente.

53. En ciertos supuestos, tal y como se ha mencionado anteriormente, los sistemas pueden ser clasificados como *mixtos*, existiendo partes de la cadena de tenencia de valores que se corresponden con sistemas transparentes, mientras que otras partes se corresponden con sistemas no transparentes. Además, en la mayoría de las cadenas transfronterizas de tenencia con origen en un Estado con sistema transparente suelen acabar siendo mixtas, puesto que una cadena de tenencia deja de ser transparente tan pronto como abandona las fronteras nacionales y deviene internacional.

7. Tenencias transfronterizas con múltiples sistemas

54. Incluso entre dos sistemas coherentes y fiables a nivel nacional, la tenencia de valores a través de una cadena transfronteriza de intermediarios puede dar lugar a diversos problemas. Primero, los regímenes jurídicos en los que opera cada participante del mercado (emisores, intermediarios o inversores) son diferentes y pueden no estar diseñados para funcionar conjuntamente comprometiendo, en consecuencia, el adecuado ejercicio de los derechos de los inversores. En segundo lugar, algunas jurisdicciones tienen regímenes jurídicos basados en modelos de mercados de capitales y concepciones sobre los derechos reales de tipo tradicional. Los modelos tradicionales, incluso si se encuentran perfectamente desarrollados desde un punto de vista jurídico, pueden no satisfacer los estándares demandados por unos mercados de capitales cada vez más modernos, interconectados, e incluso operados electrónicamente. En tercer lugar, en muchos casos pueden surgir cuestiones de conflicto de leyes cuando se intenta determinar la ley aplicable con respecto a determinados participantes o elementos de la cadena de tenencia.

55. Por ejemplo, en el esquema 55-1 posterior, se muestra cómo un Intermediario 2 posee valores en un Estado A que tiene un sistema transparente de propiedad individual. La tenencia de valores no plantea problema alguno dentro del régimen jurídico nacional porque el sistema es coherente a nivel interno. Sin embargo, tan pronto como algunos de los valores sean transferidos y mantenidos por medio de los Intermediarios 3 (en el Estado B, con un modelo de fideicomiso (*trust*)) y 4 (en el Estado C, con un modelo de copropiedad), el ejercicio de ciertos derechos derivados de los valores puede llegar complicarse.



Esquema 55-1: derechos de propiedad y derechos reales limitados mutables a lo largo de una cadena transfronteriza de tenencia de valores intermediados con tres Estados.

56. En particular, cada uno de los titulares de cuentas del esquema 55-1, o sea los Intermediarios 2, 3 y 4 y el inversor, al tener cada uno de ellos cuentas con su intermediario pertinente en el nivel superior de cada uno de ellos a lo largo de la cadena de tenencia, disfruta del estatus jurídico que el régimen jurídico nacional correspondiente le atribuya a cada uno. En consecuencia, diferentes normas (por ejemplo, en materia de derecho de la propiedad, de derecho mercantil, de concurso de acreedores) de diferentes jurisdicciones pueden aplicarse a distintos eslabones de la misma cadena de tenencia generando así incertidumbre y posibles incompatibilidades.

PARTE II - EL CONVENIO DE GINEBRA SOBRE VALORES

57. Esta Parte describe brevemente el Convenio de Ginebra sobre Valores, incluyendo su (a) objeto, (b) enfoque, (c) terminología, (d) ámbito de aplicación, y (e) las referencias a la legislación al margen del Convenio.

A. Objeto

58. La intermediación en la tenencia de valores y el desarrollo simultáneo de los procesos de inmovilización y desmaterialización han hecho posible una rápida expansión de los mercados de capitales mediante la reducción de la documentación en papel, permitiendo un enorme volumen de operaciones diariamente y favoreciendo el crecimiento económico. Los riesgos específicos relacionados con la existencia de valores incorporados a un título físico han sido ampliamente eliminados con la introducción de sistemas de anotaciones en cuenta, donde los valores ya no necesitan entregarse físicamente. La tenencia y transmisión de valores intermediados, sin embargo, no están exentos de riesgo, ya que pueden surgir situaciones de inseguridad jurídica significativa e incluso de riesgo sistémico, sobre todo cuando dicha tenencia y transmisión de valores se da a nivel transfronterizo. Esta sección primero aborda estos riesgos para, a continuación, pasar a explicar cómo el Convenio de Ginebra sobre Valores los trata.

1. Riesgos jurídicos y riesgos sistémicos

59. La tenencia y transmisión de valores no están exentas de riesgos. La aplicación del derecho vigente puede conllevar riesgos jurídicos, especialmente cuando dicho derecho está basado en concepciones jurídicas tradicionales inadaptadas a los modelos modernos de tenencia y transmisión de valores. El riesgo puede agravarse en aquellos casos donde los valores son mantenidos y transmitidos transfronterizamente, ya que los distintos sistemas nacionales pueden no ser necesariamente compatibles unos con otros y diferentes normas substantivas pueden aplicarse a distintos participantes de la cadena de

tenencia. Además, en el supuesto de insolvencia de un intermediario puede existir un riesgo significativo debido a potenciales déficits de valores (*shortfall*) y a si los derechos sobre los valores de los inversores se encuentran protegidos frente a los derechos de los acreedores ordinarios del intermediario en cuestión, ya que ambas cuestiones pueden ser tratadas de manera diferente dependiendo de los sistemas. Este riesgo, en ciertas situaciones, puede disuadir a los inversores de adquirir determinados valores. En otros muchos casos, este riesgo incrementa los costes de las operaciones y obstaculiza el crecimiento económico.

60. Los riesgos anteriores incluso pueden llegar a ser sistémicos. En tiempos de tensión financiera, la apertura de un procedimiento de insolvencia de un intermediario puede llevar a la insolvencia a otros intermediarios, de ahí el desencadenamiento de efectos sistémicos.

2. Armonización para reducir el riesgo y promover el crecimiento económico sostenible

61. El Convenio de Ginebra sobre Valores, aprobado en octubre de 2009 y adaptado al moderno sistema de anotaciones en cuenta, fue cuidadosamente formulado para afrontar y minimizar los riesgos antes apuntados. El Convenio ofrece el marco jurídico básico para que un sistema moderno de tenencia de valores intermediados sea internamente coherente a la vez que compatible con otros sistemas.

62. En lo que se refiere a la coherencia interna, los redactores del Convenio identificaron elementos clave de los sistemas de tenencia intermediada que debían estar presentes para que un sistema en concreto pudiera ser considerado coherente conforme a los objetivos de protección del inversor y eficiencia. Los titulares de valores intermediados deberían, por ejemplo, sentirse seguros de que sus derechos están protegidos y regulados por normas y procedimientos simples y claros de tenencia, transmisión y realización. Además, se consideró esencial que los derechos del inversor no fueran expuestos a riesgos tales como la apertura de un procedimiento de insolvencia del intermediario en

la cadena de tenencia o la interferencia de terceros no vinculados con el titular.

63. Con respecto a la compatibilidad, los redactores reconocieron que los distintos sistemas jurídicos debían ser capaces de estar interconectados en aquellos supuestos en los que los valores intermediados fuesen mantenidos y transmitidos a nivel transfronterizo. En un contexto transfronterizo, al aplicarse distintas normas y enfoques sobre cuestiones de derechos reales, regulatorias, societarias, etc., se reconoció que era de suprema importancia la armonización de ciertos elementos esenciales.

64. Un régimen jurídico coherente y compatible que regule los valores intermediados es fundamental para la estabilidad del mercado y la protección de los inversores. De hecho, las normas claras y transparentes del Convenio acerca de la oponibilidad frente a terceros de un derecho representado por un abono en cuenta o sobre la oponibilidad frente a terceros y firmeza de una transmisión hecha mediante abonos y adeudos en cuentas de valores, son igualmente esenciales para reducir la incertidumbre y el riesgo sistémico. El régimen jurídico es sumamente importante a la luz del valor extremadamente elevado de los valores mantenidos en sistemas intermediados y el enorme volumen de operaciones que se llevan a cabo diariamente. Puesto que tanto el valor como el volumen continúan creciendo, se hace preciso un marco jurídico adecuado que facilite el flujo de capital y el acceso a los mercados de capitales, favoreciendo, por ende, un crecimiento económico sostenible.

B. Enfoque

65. Al reconocer la diversidad de las diferentes concepciones jurídicas que subyacen la tenencia de valores alrededor del mundo, el Convenio abraza un enfoque de armonización funcional y centrado en aspectos básicos que permite acomodar los diferentes regímenes y tradiciones jurídicos dentro de un marco unitario. Solamente aquellos elementos fundamentales para la consecución de la coherencia interna y la compatibilidad transfronteriza son abordados.

66. El enfoque del Convenio es un enfoque centrado en aspectos básicos porque armoniza determinadas materias fundamentales relacionadas, por ejemplo, con los derechos de los titulares de cuentas, la transmisión de valores y elementos de la integridad del sistema de tenencia intermediada. Se deja, por tanto, la puerta abierta para que sean otras normas nacionales las que cubran aquellas materias no armonizadas por el Convenio.

67. El enfoque del Convenio es funcional porque usa una terminología lo más neutral posible con el fin de elaborar normas en atención a sus resultados. Bajo el enfoque funcional, las normas de armonización son formuladas sobre la base de hechos, y no tanto sobre la base de términos o principios jurídicos concretos, con el propósito de alcanzar resultados operativos sin necesidad de soslayar la doctrina y la tradición jurídicas nacionales que los subyacen. Gracias al enfoque funcional, por ejemplo, el Convenio es compatible con las diversas caracterizaciones que existen sobre los derechos y facultades sobre los valores, y goza de la flexibilidad necesaria para adaptarse a los nuevos avances y cambios tecnológicos de los sistemas de tenencia de títulos intermediados. Véase el párrafo 76 posterior.

68. Los redactores de la Convenio igualmente se esforzaron para garantizar su compatibilidad con otros instrumentos jurídicos relevantes que abarcan reformas legislativas nacionales, directivas de la UE e instrumentos internacionales, en particular, el Convenio de La Haya sobre Valores y la Guía Legislativa de la CNUDMI sobre las Operaciones Garantizadas. Mientras que el Convenio de La Haya sobre Valores ofrece normas en materia de conflicto de leyes sobre valores intermediados, tal y como se explica en los párrafos 303 y 307 y ss., el Convenio de Ginebra sobre Valores establece normas de derecho material para tales valores, por lo que ambos Convenios son recíprocamente complementarios. Asimismo, el Convenio de Ginebra sobre Valores viene a complementar tanto la Guía Legislativa de la CNUDMI sobre Operaciones Garantizadas como la Ley Modelo de la CNUDMI sobre Garantías Mobiliarias que se tratan en el párrafo 290, ambas orientadas a los Estados para que puedan desarrollar normas modernas en materia de operaciones garantizadas, debido a que, por un lado, la Guía Legislativa de la

CNUDMI no cubre los valores en modo alguno, y por otro, la Ley Modelo de la CNUDMI contiene exclusivamente normas reguladoras sobre valores no intermediados.

69. Adicionalmente, se han desarrollado nuevas tecnologías susceptibles de ser aplicadas a la tenencia de valores. En concreto, la denominada *tecnología de libro descentralizado* (*distributed ledger technology*) es vista con especial interés en el sector de los mercados de valores por su nuevo enfoque para inscribir activos de un modo descentralizado (esto es, de una manera distribuida y abierta). Véase, por ejemplo, el Documento de Trabajo, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets* (ESMA/2016/773, 2 June 2016). Sin embargo, este nuevo marco tecnológico, ya con sus propios desafíos (como, por ejemplo, la integridad y seguridad de los sistemas de las tecnologías de la información), debería en todo caso cumplir con la mayor parte de los principios y normas básicos establecidos por el Convenio.

C. Terminología

70. El enfoque funcional y centrado en elementos básicos que aplica el Convenio resulta evidente cuando se analiza la terminología adoptada por sus redactores. El artículo 1 del Convenio proporciona definiciones para términos empleados en el mismo. Además, una explicación completa sobre los términos se puede encontrar en el Comentario Oficial. La Guía abraza igualmente esa misma terminología y, para facilitar su consulta, se describen brevemente a continuación los términos clave para este apartado, junto con el resto de términos relevantes adelantados en el Glosario:

- *Valores*: este término se define en el artículo 1(a) del Convenio como “toda acción, obligación u otro instrumento financiero o activo financiero (distinto del dinero en efectivo), susceptible de ser abonado en una cuenta de valores y de adquirirse o transmitirse de conformidad con las disposiciones del [presente] Convenio”. Esta amplia definición cubre cualquier tipo de activo financiero que satisfaga dos criterios funcionales: que sea susceptible de ser poseído dentro de un sistema de tenencia intermediada, y que pueda ser regulado por el Convenio. Sin embargo, no

incluye ni el dinero en efectivo (por ejemplo, dinero depositado con un banco) ni ciertos tipos de activos financieros, incluyendo algunas categorías de derivados, al no satisfacer los criterios requeridos.

- *Cuenta de valores:* este término se define en el artículo 1(c) como “una cuenta mantenida por un intermediario en la que pueden abonarse o adeudarse valores”. Esta definición se aplica, por ejemplo, a las cuentas gestionadas por un intermediario en nombre de una persona física o jurídica que no sea un intermediario; por un intermediario en nombre de otro intermediario; por un DCV en nombre de un intermediario; o en el caso de un sistema transparente, por un DCV en nombre de una persona física o jurídica (que puede ser un intermediario que, en una condición distinta, mantenga valores intermediados por cuenta propia). No incluye, sin embargo, las cuentas mantenidas directamente por los emisores en nombre de sus socios u obligacionistas, o las cuentas del emisor (o registradores) mantenidas por los DCV u otras personas tales como agentes de transferencias.

- *Titular de cuenta:* este término se define en el artículo 1(e) del Convenio como “una persona en cuyo nombre un intermediario gestiona una cuenta de valores, tanto si la mencionada persona actúa por cuenta propia como si lo hace por cuenta de terceros (incluyendo en condición de intermediario)”. Esta definición abarca tanto a inversores como intermediarios, puesto que los intermediarios pueden ser titulares de valores mantenidos con un intermediario situado en un nivel superior por cuenta propia o por cuenta de sus titulares de cuentas. De este modo, mediante la definición de “titular de cuenta”, se hace innecesario incluir una definición del término “inversor”, por lo que, de aquí en adelante, la Guía utilizará con carácter general el término “titular de cuenta”. Incluso el propio titular real de la cuenta situado en el extremo de la cadena puede no ser un inversor. Véase el párrafo 84 posterior. Aunque el término se define en singular, no persigue prohibir la existencia de una cuenta de valores mantenida por una pluralidad de personas de manera mancomunada.

- *Intermediario*: este término está definido en el artículo 1(d) del Convenio como “una persona (incluido un [DCV]) que, en el marco de su actividad profesional o de modo habitual, mantiene cuentas de valores por cuenta de terceros, o por cuenta de terceros y por cuenta propia, y actúa en dicha condición”. Los intermediarios son normalmente entidades tales como bancos, corredores de bolsa, bancos centrales y personas de análoga naturaleza que mantienen cuentas de valores para sus titulares. En algunos sistemas, por ejemplo, un intermediario puede referirse a un gestor de cuentas o un proveedor de cuentas. Debido al carácter funcional de la definición, cualquier persona, física o jurídica, está virtualmente cubierta por esta definición, siempre y cuando mantenga cuentas de valores por cuenta de terceros en el desarrollo de su actividad. Los DCV, que son mencionados específicamente, aunque no definidos, son intermediarios solamente con respecto a sus participantes (es decir, para con sus titulares de cuentas), pero no con respecto al emisor.

- *Sistema de compensación de valores (SCV)*: este término, definido en el artículo 1(o) del Convenio, se refiere a las infraestructuras de mercado que facilitan y promueven la liquidación eficiente de las operaciones de valores entre los intermediarios. Véase el párrafo 21 anterior y el Glosario. Estas infraestructuras de mercado son, en particular, entidades de contrapartida central (ECC) o cámaras de compensación que prestan servicios de novación y compensación (y probablemente otras funciones no cubiertas por el Convenio) pero no de liquidación.

- *Sistema de liquidación de valores (SLV)*: este término, definido en el artículo 1(n) del Convenio, hace referencia a las infraestructuras de mercado que permiten la transmisión eficiente de valores y fondos (efectivo) entre intermediarios, en particular, a través de un proceso de liquidación, o de un proceso de novación, compensación y liquidación. Véase el párrafo 21 anterior y el Glosario.

- *Emisor*: este término no es definido por el Convenio, pero se entiende referido a un gobierno o sociedad que emite valores. Véase el párrafo 22 anterior.

D. Ámbito de aplicación

71. Junto con el enfoque armonizador adoptado por los redactores del Convenio, el ámbito de aplicación del Convenio se limita solamente a elementos básicos de la tenencia y transmisión de valores intermediados. A este respecto, las definiciones del Convenio juegan un papel fundamental a la hora de establecer el ámbito de aplicación del Convenio. Tal y como se ha apuntado en el párrafo 70 anterior, el Convenio se aplica a aquellos “valores” que sean susceptibles de ser abonados en una “cuenta de valores” y adquiridos y transmitidos de conformidad con las disposiciones del Convenio. Al no especificar el Convenio un listado de valores que caigan dentro de su ámbito de aplicación, se entiende que el Convenio se encuentra abierto a los cambios en las prácticas del mercado y a la creación de nuevos tipos de valores susceptibles de ser mantenidos a través de un sistema de tenencia intermediada. Para profundizar sobre los tipos de valores que se encuentran dentro del ámbito de aplicación del Convenio, véanse los párrafos 1-10 y ss. del Comentario Oficial.

72. El Convenio, sin embargo, excluye con carácter general el área del derecho denominada habitualmente (aunque no necesariamente) como *derecho de sociedades* (ver artículo 8), en particular, la relación entre emisores y titulares de cuentas. Aunque el Convenio, generalmente, no cubre esta área del derecho, sí existen unas cuantas excepciones, en concreto, aquellas disposiciones mínimas necesarias para garantizar la integridad y la compatibilidad de los sistemas de tenencia de valores intermediados en el mundo.

73. Al igual que el derecho de sociedades, otros aspectos jurídicos y regulatorios están fuera del ámbito de aplicación del Convenio. En otras palabras, estos aspectos han de ser regulados por el sistema legal y regulatorio de cada Estado Contratante. El único límite consiste en que estos aspectos deben tratarse de tal modo y manera que no contravengan las disposiciones del Convenio.

E. La legislación al margen del Convenio

74. El Convenio de Ginebra sobre Valores se ocupa de aquellos elementos básicos necesarios para alcanzar la coherencia interna y la compatibilidad funcional de los sistemas de valores; por tanto, existen diversas cuestiones que deben ser reguladas mediante la legislación al margen del Convenio. En el proceso de implementación del Convenio, los Estados, por tanto, conservan un significativo margen legislativo y regulatorio para tomar importantes decisiones de política normativa. La manera en la que el Convenio trata la legislación al margen del mismo engloba tres aspectos concretos.

75. En primer lugar, el Convenio contiene referencias explícitas a la legislación al margen del mismo. Entre dichas referencias, se incluyen las siguientes:

- *El derecho no convencional:* este término, definido en el artículo 1(m), se refiere a la legislación material sobre valores intermediados (distinta de la del Convenio) vigente en un Estado Contratante. En muchos casos, el derecho no convencional funciona como complemento de las normas del Convenio. Se adjunta como Anexo 1 una lista de referencias al derecho no convencional.
- *La ley aplicable:* este término se refiere a la ley aplicable en virtud de las normas de derecho internacional privado del foro. La ley aplicable puede o puede no ser la correspondiente al derecho del Estado Contratante del Convenio (es decir, el derecho no convencional). Se adjunta como Anexo 2 una lista de referencias a la ley aplicable.
- *Normas sobre insolvencia:* el derecho en materia de insolvencia es parte del derecho no convencional o de la ley aplicable, pero el derecho de insolvencia es tratado como una categoría aparte porque el comienzo de un procedimiento de insolvencia puede desencadenar la aplicación de normas especiales en la jurisdicción donde el procedimiento se desarrolle que causen el desplazamiento de o la desviación con respecto de aquellas normas que, de

otro modo, serían aplicables en dicho caso. Se adjunta como Anexo 3 una lista de referencias al derecho de insolvencia.

- *Reglas uniformes de los sistemas de compensación de valores (SCV) y los sistemas de liquidación de valores (SLV):* el término “reglas uniformes” es definido en el artículo 1(p) como las normas de un SCV o SLV comunes a los participantes o a una categoría de participantes y que son accesibles al público. Estas reglas pueden derogar o completar las normas del Convenio. Aunque los Estados Contratantes pueden solamente tener influencia limitada o indirecta sobre las normas de los SCV y los SLV al ser estos normalmente entidades privadas, sí pueden generalmente regular tales entidades. A través de tal regulación, para la cual el Convenio no prevé ninguna norma, los Estados Contratantes pueden influir en el contenido de las mismas. Se adjunta como Anexo 4 una lista de referencias a las reglas uniformes de los SCV y los SLV.

76. En segundo lugar, existen referencias donde, con el fin de implementar correctamente el Convenio, los Estados Contratantes deben hacer una declaración. El sistema de declaraciones previsto por el Convenio otorga a los Estados Contratantes la posibilidad de optar por alternativas con respecto a ciertas materias para así alcanzar aquellos objetivos de política normativa que consideren oportunos en relación con los valores intermediados y facilitar la coordinación entre las disposiciones del Convenio y sus sistemas jurídicos, los cuales pueden seguir uno o más de los modelos generales presentados en la Parte I.B. Asimismo, el sistema de declaraciones ofrece la flexibilidad necesaria para acomodar los avances y cambios tecnológicos de estos modelos y sistemas jurídicos. Los formularios modelo de declaración están incluidos en el Memorándum Explicativo para la Asistencia de los Estados y las Organizaciones Regionales de Integración Económica sobre el Sistema de Declaraciones del Convenio de Ginebra sobre Valores, conocido como el Memorándum de Declaraciones, emitido por UNIDROIT en su condición de depositario del Convenio y accesible en inglés y francés a través de su página Web (UNIDROIT 2012 – DC11/DEP/Doc. 1 rev.).

77. Por ejemplo, el Convenio se aplica, en principio, a toda cuenta de valores mantenida por un intermediario. El artículo 5 del Convenio, sin embargo, permite a un Estado Contratante limitar mediante declaración el ámbito de aplicación del Convenio a cuentas de valores mantenidas por intermediarios “regulados” o aquellas mantenidas por un banco central. El objetivo de esta norma es ofrecer a los Estados la posibilidad de excluir la aplicación del Convenio a cuentas de valores mantenidas por intermediarios “no regulados”, en la medida en la que los Estados Contratantes consideren tal exclusión adecuada. Para mayor información sobre la declaración facultativa contemplada en el artículo 5, incluyendo el formulario modelo de declaración, véanse el Memorándum de Declaraciones, Sección 4.B y el Formulario N° 2 que lo acompaña.

78. En tercer lugar, hay otras cuestiones específicas, concretamente en el campo del derecho de sociedades y el derecho regulatorio, que podían haber sido tratadas por el Convenio, pero que finalmente no fue así debido al enfoque funcional y centrado en elementos básicos abrazado por el Convenio para la armonización. Estas cuestiones deben ser igualmente tenidas en cuenta, en la medida que resulte necesario, por la legislación al margen del Convenio.

79. La legislación al margen del Convenio, en particular estos tres aspectos, es tratada en diferentes partes de la Guía, las cuales *inter alia* ofrecen directrices sobre las opciones de política normativa de mayor importancia a adoptar para la creación de un sistema de tenencia de títulos intermediados o la valoración de uno ya en vigor.

PARTE III - DERECHOS DE LOS TITULARES DE CUENTAS Y OBLIGACIONES Y RESPONSABILIDADES DE LOS INTERMEDIARIOS

80. La presente Parte y aquellas que le suceden identifican los principios y normas capaces de facilitar la tenencia y transmisión de valores intermediados y explican la interacción de estos con la legislación al margen del Convenio. Para hacerlo, cada una de estas Partes identifica los principios legislativos que, con carácter general, sintetizan, según el caso, aquello que está regulado por el Convenio y aquello que debe ser abordado o aclarado cuando se implemente o evalúe un sistema de tenencia de títulos intermediados. Los principios legislativos, además, aparecen en cuadros a lo largo del texto de la Guía y son reproducidos igualmente de forma conjunta en las páginas xxxi-xxxiv anteriores.

81. A continuación de los principios legislativos, cada una de las Partes analiza los principios y normas fundamentales del Convenio y, cuando lo necesita, discute las alternativas a adoptar mediante declaración y las cuestiones a tratar o a clarificar. Esta Parte concretamente se dedica a (a) los derechos de los titulares de cuentas, (b) las medidas que permitan el ejercicio de los derechos de los titulares de cuentas; y (c) la responsabilidad de los intermediarios.

A. Derechos de los titulares de cuentas

Principio Legislativo 1: el Convenio reconoce a todo titular de cuenta un conjunto elemental de derechos derivados del abono de valores en su cuenta de valores. La legislación debería prever derechos adicionales que sean compatibles con cómo dicha legislación configura el estatuto jurídico de los titulares de cuentas. Cabría distinguir entre aquellos derechos que un inversor disfruta (incluyendo el intermediario que actúa por cuenta propia) y aquellos derechos atribuidos a favor de un intermediario por actuar con dicha condición.

1. Principios y normas básicos del Convenio

82. Los principios y normas básicos son los siguientes:

- Todos los titulares de cuentas tienen el derecho a disponer de los valores abonados en sus cuentas de valores y, en la medida que sea permitido y realizable, el derecho a poseer los valores por cualquier otro modo distinto del abono en su cuenta de valores. Artículo 9(1)(b)–(c).
- Además de estos derechos, los titulares reales de las cuentas deben disfrutar y estar facultados para ejercitar todos los derechos derivados de los valores. Artículo 9(1)(a)(i).
- El derecho no convencional puede prever derechos adicionales en favor de todos los titulares de cuentas o en favor de algunos de ellos. Artículo 9(1)(a)(ii) y 9(1)(d).
- El derecho no convencional determina los límites de los derechos citados en los puntos anteriores cuando el abono en una cuenta de valores confiera al titular de cuenta un derecho de garantía u otro derecho real limitado. Artículo 9(3).

83. En el sistema de tenencia de valores intermediados, los valores se encuentran representados por abonos efectuados en las cuentas de valores mantenidas por los intermediarios en cada nivel de la cadena de tenencia. Un abono puede además representar un derecho de garantía u otro derecho real limitado.

84. En el extremo inferior de la cadena de tenencia se encuentra un titular de cuenta que no actúa como un intermediario y que es referido como el *titular real de la cuenta*. El titular real de la cuenta puede ser:

- (a) un inversor actuando por cuenta propia;
- (b) un acreedor pignoraticio que posee los valores intermediados como resultado de una operación que comprende un derecho de garantía;

(c) el beneficiario de un derecho real limitado distinto de un derecho de garantía, como por ejemplo, un derecho de usufructo; o

(d) una persona que posee valores intermediados en condición de fiduciario; por ejemplo, un agente, un fideicomisario (*trustee*), etc.

85. El artículo 9 define dos elencos básicos de derechos resultantes de abonar valores en una cuenta de valores (en adelante: un *abono*): uno, para el titular real de la cuenta; y otro, menos amplio, para los titulares de cuentas que actúan en condición de intermediarios en la cadena. Según el Convenio, la diferencia entre los dos grupos radica en los derechos derivados de los valores que deben atribuirse al titular real de la cuenta, pero no necesariamente a los intermediarios de la cadena.

86. Dependiendo de cómo el derecho no convencional configure los valores intermediados, cada elenco de derechos puede ser ampliado por sus normas. De modo similar, estos conjuntos de derechos pueden ser restringidos por el derecho no convencional en línea con los tipos de derechos reales limitados que este permita a las partes constituir.

2. Alternativas a adoptar mediante declaración

87. El Convenio ni exige ni permite declaración alguna en relación con las cuestiones tratadas en esta sección.

3. Cuestiones a tratar o clarificar

88. Las siguientes cuestiones deben ser tratadas o clarificadas. En primer lugar, la legislación debería complementar los derechos atribuidos a los titulares de cuentas de una manera coherente con la configuración que la propia legislación prevea para el estatuto jurídico del titular de cuenta. Véanse los artículos 9(1)(a)(ii) y 9(1)(d). Si así se lleva a cabo, se puede distinguir entre el estatuto jurídico del titular real de la cuenta y el estatuto jurídico de los titulares de cuentas que actúan como intermediarios en la cadena. En segundo lugar, la legislación debería definir con claridad qué derechos reales limitados pueden

ser constituidos sobre los valores intermediados y cómo estos restringen los derechos de los titulares de cuentas. Artículo 9(3). En tercer lugar, la legislación debería igualmente acomodar situaciones transfronterizas en las cuales un intermediario nacional posee valores a través de una cuenta de valores con otro intermediario ubicado en otra jurisdicción y, probablemente, sometido entonces a un derecho extranjero.

a. Derechos atribuidos a los titulares de cuentas

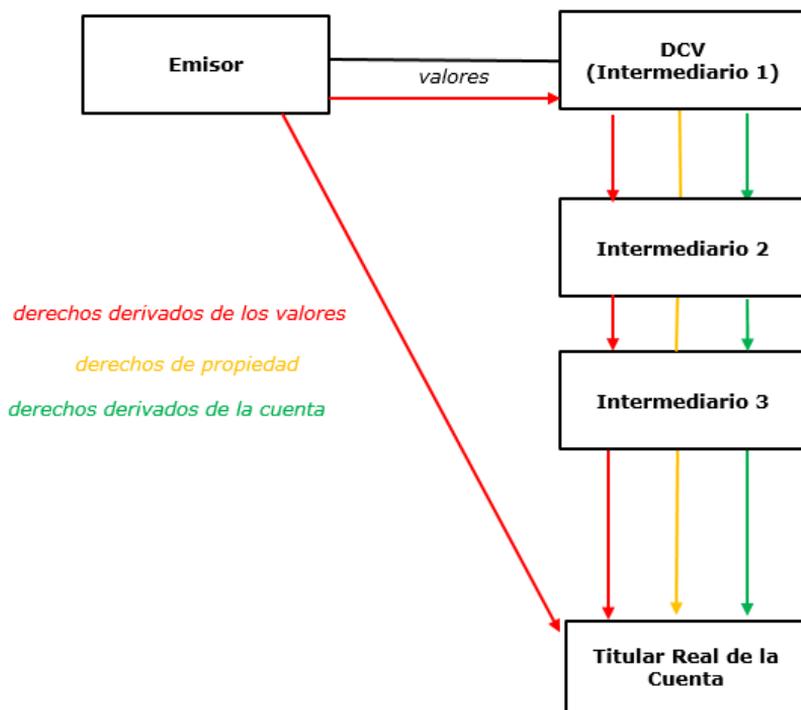
89. Existe una relación necesaria entre:

- (a) la configuración de los valores intermediados y los derechos adicionales conferidos por el derecho no convencional a todos o algunos titulares de cuentas; y
- (b) las clases de derechos de garantía y otros derechos reales limitados permitidos por el derecho no convencional y las restricciones que este derecho impone sobre los derechos del titular de cuenta cuando el abono constituye tal derecho real limitado.

En particular, el siguiente análisis se ocupa de esta relación y, con la ayuda concretamente de los esquemas 90-1 y 92-1, que van más allá de los modelos estáticos básicos presentados en la Parte I.B, presenta maneras alternativas en las que los derechos y las facultades fluyen a lo largo de las cadenas de tenencia de valores intermediados.

90. Por ejemplo, la mayoría de sistemas jurídicos de tradición civil consideran que el titular real de la cuenta tiene un derecho de propiedad sobre los valores (incorporados a un título físico o no) que tiene en el eslabón superior de la cadena. Los titulares reales de las cuentas son los “propietarios” o “copropietarios” de los valores, así como los acreedores (o los titulares de derechos) frente al emisor. Tales sistemas tratan a los intermediarios como meros depositarios de los valores y custodios de los registros. A menos que a un intermediario le sea conferido un derecho de garantía, no se reconoce a los intermediarios derecho de propiedad alguno sobre los valores. Los intermediarios ni disfrutan ni ejercen derechos derivados de

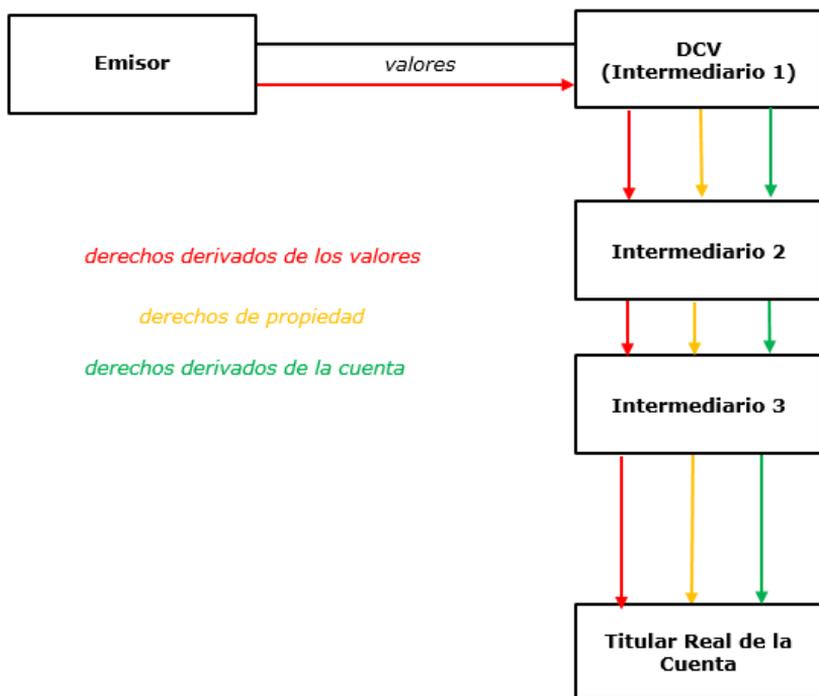
los valores, salvo que esto sea necesario para trasladar los derechos a lo largo de la cadena hasta el extremo inferior donde se halla el titular real de la cuenta.



Esquema 90-1: flujo de derechos y otras facultades en los modelos de propiedad individual y de copropiedad.

91. En tales sistemas, el derecho no convencional habitualmente emplearía el artículo 9(1)(d) para reconocer al titular real de la cuenta un derecho de propiedad sobre los valores. Al titular de un derecho real limitado se le reconocería igualmente un derecho real (limitado) sobre los mismos valores. Con respecto al artículo 9(1)(a), los intermediarios pueden ser autorizados para disfrutar y ejercer los derechos derivados de los valores inscritos a nombre del inversor. De modo similar, para valores no inscritos (al portador), los intermediarios pueden disfrutar y ejercer derechos derivados de los valores con la obligación de trasladar tales facultades a su propio titular de cuenta.

92. Otros sistemas legales, típicamente aquellos de tradición angloamericana, configuran el estatuto jurídico de cada titular de cuenta como inclusivo de un derecho de propiedad sobre los valores o los valores intermediados depositados en el intermediario pertinente. En algunos sistemas, esto se fundamenta en una cascada de relaciones fideicomisarias (*trust*). El intermediario situado en el extremo superior de la cadena posee los valores en la forma de un fideicomiso para los titulares de cuentas. Estos titulares de cuentas, que son, por lo general, intermediarios de segundo nivel, resultan ser los beneficiarios del fideicomiso. El abono de valores en sus cuentas constituye su derecho a beneficiarse de los valores bajo fideicomiso (*beneficiary interest*). Estos intermediarios, a su vez, poseen de manera fideicomisaria un *beneficiary interest* por cuenta de sus propios titulares de cuentas, y así sucesivamente. En otros sistemas, el abono de valores en una cuenta de valores constituye un elenco de derechos *sui generis* frente a un intermediario y sobre los activos mantenidos por este intermediario (*security entitlement*). Lo que estos sistemas tienen en común es el hecho de que cada intermediario tiene un derecho de propiedad sobre determinados activos (por ejemplo, sobre los valores, un *beneficiary interest* o un *security entitlement*) y que, cuando el intermediario realiza un abono en la cuenta de valores que gestiona para un cliente, se constituye un derecho de propiedad diferenciado.



Esquema 92-1: flujo específico de derechos y facultades en los modelos de fideicomiso y de security entitlement.

93. En este segundo grupo, de conformidad con el artículo 9(1)(a)(ii), el derecho no convencional podría prever que cada intermediario disfrutara los derechos derivados de los valores y trasladara los beneficios derivados de los mismos hasta sus propios titulares de cuentas, de tal modo que, eventualmente, llegaran a los titulares reales de las cuentas. Igualmente, vendría a definir y configurar los derechos (a percibir los beneficios del fideicomiso, un *security entitlement*, etc.) que a cada titular de cuenta se le reconozcan junto con los derechos conferidos por el Convenio. Artículo 9(1)(d).

b. Derechos reales limitados

94. Tal y como se discutirá en los párrafos 131 y 158 posteriores, el Convenio prevé varios mecanismos para el otorgamiento de derechos de garantía y otros derechos reales

limitados sobre los valores intermediados; sin embargo, no establece qué tipos de estos derechos pueden ser otorgados. Queda totalmente a discreción del derecho no convencional definir qué tipos de derechos (contractuales o no contractuales) pueden ser otorgados (por ejemplo, una prenda, un gravamen, una carga, un derecho de garantía de transferencia de título, etc.).

95. El derecho no convencional puede derivar esta cuestión a las disposiciones generales que regulan otros tipos de activos (por ejemplo, activos mobiliarios, activos intangibles, etc.).

96. Alternativamente, el derecho no convencional puede definir uno o más tipos de derechos reales limitados susceptibles de ser aplicados exclusivamente a los valores intermediados.

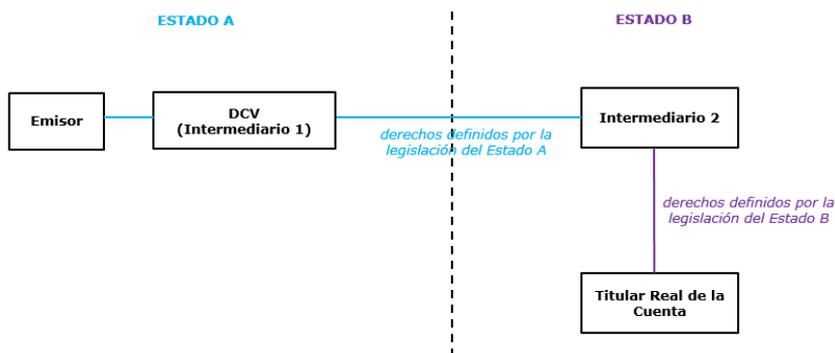
97. De un modo u otro, cuando se formule o reforme el derecho no convencional en esta área, el legislador debería tener en cuenta que los derechos reales limitados van probablemente a restringir los derechos que surjan en virtud del abono de valores en una cuenta de valores. Por ejemplo, si el titular de una cuenta es el acreedor pignoraticio de los valores abonados en su cuenta de valores, el derecho no convencional que regule la prenda probablemente va a limitar el derecho a disponer de los valores intermediados bajo ciertas circunstancias. Adicionalmente, podría determinar si el acreedor pignoraticio puede ejercer los derechos de voto derivados de los valores.

c. Situaciones transfronterizas

98. En sus procesos de formulación y revisión de la legislación reguladora de los valores intermediados, el legislador debería configurar el conjunto de derechos que surge a partir de un abono en una cuenta de valores para que sea compatible con la caracterización que dicha jurisdicción tenga sobre los derechos de los inversores, los beneficiarios de garantías y otros titulares de cuentas. La consistencia a lo largo de un extremo a otro de la cadena se puede conseguir en cadenas de tenencia que son solamente nacionales, desde el intermediario situado en el nivel más superior hasta el último intermediario de la cadena. Sin embargo, este resultado es altamente improbable que tenga lugar en aquellos casos en los que la cadena de tenencia comience o

acabe en jurisdicciones distintas. Esto se debe a la diversa configuración (y a los diversos elencos de derechos) que esta u otras jurisdicciones pueden atribuir al abono de valores.

99. El legislador debería ser consciente de esta frecuente falta de coherencia en las cadenas de tenencias transfronterizas, puesto que es algo propio de sistemas globales de tenencia de valores intermediados. De hecho, es muy probable que los derechos resultantes de un abono de valores con el Intermediario 1 en el esquema 99-1 posterior difieran de los derechos derivados de un abono de esos mismos valores con el Intermediario 2, ya que el derecho no convencional varía de una jurisdicción a otra y contempla generalmente derechos adicionales a los previstos por el Convenio. Mientras que el derecho no convencional aplicable al Intermediario 2 no puede extender unilateralmente su aplicación al Intermediario 1, sí puede garantizar el estatus de los titulares de cuentas mediante el reconocimiento, en situaciones transfronterizas, del hecho de que un titular de cuenta no sólo disfrute de los derechos que se le reconozcan en virtud del derecho no convencional del Estado B, sino que además disfrute de cualesquiera otros derechos adicionales que el intermediario pertinente (en este caso, el Intermediario 2) reciba de su propio intermediario en el nivel superior (en este caso, el Intermediario 1), siempre y cuando el ejercicio de tales derechos por el titular de cuenta extranjero sea reconocido por el derecho no convencional del Estado A.



Esquema 99-1: diferentes derechos nacionales en una cadena de tenencia de valores intermediados con dos Estados.

B. Medidas que permitan el ejercicio de los derechos de los titulares de cuentas

100. El Convenio prevé que determinados derechos de los titulares de cuentas puedan ser ejercidos solamente frente al intermediario. Artículo 9(2)(c). Sin embargo, debido a que el Convenio no hace ninguna asunción sobre la estructura jurídica y la configuración de los derechos de propiedad sobre los valores intermediados, este no determina si los derechos derivados de los valores pueden, o deben ser ejercidos, por un titular de cuenta frente a su propio intermediario (“a través de la cadena intermediada”), o directamente frente al emisor. Véase el artículo 9(2)(b). Esta es la razón por la cual la legislación debería definir claramente las personas facultadas para ejercer los derechos derivados de los valores directamente frente al emisor y las condiciones para ello. Véanse los párrafos 246 y ss. posteriores.

101. Incluso en aquellos supuestos en los que un titular de cuenta pueda o sea requerido para ejercer los derechos derivados de los valores frente al emisor, este debe, a menudo, contar con la colaboración de la cadena de intermediarios. En muchos aspectos, los intermediarios deben permitir a los titulares de cuentas ejercer sus derechos. Los intermediarios tienen sus obligaciones y responsabilidades correspondientes, las cuales están parcialmente establecidas en el Convenio. En este campo, como en muchos otros, el Convenio no obstante deja un amplio margen para el derecho no convencional.

Principio Legislativo 2: el Convenio establece una obligación general y cuatro obligaciones especiales para los intermediarios con respecto a sus titulares de cuentas. La legislación debería establecer contenidos específicos para estas obligaciones, y si fuera necesario, ampliarlas de un modo tal que sean compatibles con la propia configuración del estatuto jurídico del titular de cuenta. La legislación debería igualmente especificar la manera en la cual un intermediario puede cumplir con sus obligaciones y determinar las condiciones bajo las cuales un intermediario es responsable. En los sistemas transparentes, donde las funciones de intermediación son distribuidas entre el DCV y los gestores de cuentas, la legislación debería claramente atribuir las respectivas responsabilidades, y el Estado Contratante debe hacer una declaración al respecto.

1. Principios y normas básicos del Convenio

102. Los principios y normas básicos son los siguientes:

- Un intermediario debe adoptar con carácter general todas las medidas adecuadas para permitir que sus titulares de cuentas disfruten y ejerzan sus derechos. Artículo 10(1).
- Un intermediario debe proteger los valores abonados en una cuenta de valores. Artículo 10(2)(a) y 24.
- Un intermediario debe asignar los valores o los valores intermediados a los derechos de sus titulares de cuentas de tal modo que los acreedores del intermediario no puedan apropiarse de ellos. Artículos 10(2)(b) y 25.
- Un intermediario debe cumplir con las instrucciones autorizadas. Artículos 10(2)(c) y 23.
- Un intermediario no debe disponer de los valores abonados en una cuenta de valores sin una instrucción autorizada. Artículos 10(2)(d) y 15.

- Un intermediario debe regularmente transmitir la información necesaria para el ejercicio adecuado de derechos, la percepción de dividendos y cualesquiera otros beneficios que se repartan. Artículos 10(2)(e)-(f).
- Un intermediario no puede excluir su responsabilidad por culpa grave o dolo. Artículo 28(4) y párrafos 120 y ss. posteriores.

2. Alternativas a adoptar mediante declaración

103. En los sistemas transparentes, donde algunas funciones del intermediario pertinente (habitualmente el DCV) son prestadas por otras personas a menudo denominadas *gestores u operadores de cuentas*, el artículo 7 requiere que el Estado Contratante haga una declaración. En particular, se pide al Estado Contratante que:

- (a) identifique, por un lado, por el nombre o categoría al DCV (o al intermediario pertinente) y, por otro lado, a las personas encargadas del desarrollo de algunas funciones de intermediación;
- (b) especifique las funciones de las cuales estas personas están encargadas y las disposiciones del Convenio que se les aplican; y
- (c) especifique, en su caso, las categorías de valores a las cuales les son aplicables esas funciones distribuidas.

104. En tales sistemas transparentes, los principios y normas básicos resumidos en el párrafo 102 se aplican al DCV (o al intermediario pertinente) y a otras personas sobre la base de la distribución de funciones descrita en el párrafo 103, y el legislador puede también aclarar, por medio del derecho no convencional, cómo las correspondientes responsabilidades y funciones se distribuyen. Para más información sobre el artículo 7 y dicha declaración facultativa, véanse los párrafos 206-207 posteriores.

105. El Convenio no exige ni permite cualquier otra declaración con respecto a las cuestiones analizadas en esta sección.

3. Cuestiones a tratar o clarificar

106. Las siguientes cuestiones deben ser tratadas o clarificadas por el derecho al margen del Convenio. En primer lugar, la legislación debería determinar el alcance de la información que un intermediario debe periódicamente transmitir a los titulares de cuentas en relación con los valores intermediados y, hasta qué punto, un intermediario debe transferir a los titulares de cuentas cualesquiera otros frutos percibidos en relación con unos valores intermediados. Artículos 9(1)(a)(ii) y 10(2)(e)-(f). En segundo lugar, de forma más general, la legislación debería determinar cómo un intermediario debe permitir a los titulares de cuentas ejercer aquellos derechos (si los hubiera) para los que están facultados frente al emisor. Artículo 9(1)(a). En tercer lugar, la legislación debería especificar cuándo un representante legal (como, por ejemplo, el tutor de un menor, el administrador de un patrimonio, el administrador concursal, etc.) puede dar instrucciones en lugar del titular de cuenta. Artículo 23(2)(d). En cuarto lugar, la legislación puede imponer obligaciones adicionales a los intermediarios siempre que sean necesarias para el ejercicio de los derechos de los titulares de cuentas y debería especificar el modo en que los intermediarios deben cumplir con dichas obligaciones legales y aquellas del Convenio. Artículo 28(1)-(2).

107. En los sistemas transparentes, además, la legislación al margen del Convenio debería claramente distribuir todas aquellas obligaciones entre el DCV y los gestores u operadores de cuentas que están a cargo de la prestación de algunas de las funciones de intermediación.

108. A título preliminar, conviene destacar que, en las disposiciones analizadas en esta sección, el Convenio se remite generalmente al derecho no convencional y, en la medida que así lo permita el derecho no convencional, al contrato de cuenta entre el intermediario y el titular de cuenta o a las reglas uniformes de un SLV. Véase, con carácter general, la Parte V.C posterior.

Resulta imposible regular con disposiciones con rango de ley la totalidad de las obligaciones operativas de un intermediario. Por ello, resulta bastante frecuente que las disposiciones legales se completen con cláusulas en los contratos de cuenta, y, como ocurre siempre, las reglas uniformes de los sistemas de liquidación contienen, además, amplias y exhaustivas disposiciones de carácter preceptivo que regulan las respectivas obligaciones de un operador y los participantes con respecto al sistema.

109. Hay que tener en cuenta que la legislación al margen del Convenio, incluyendo el “derecho no convencional”, no solamente se refiere a los instrumentos con rango de ley, sino que también engloba decretos y reglamentos. En la mayoría de sistemas, las obligaciones de los intermediarios son objeto de un mayor o menor elenco de disposiciones normativas de rango legal completadas ocasionalmente por minuciosos reglamentos de carácter técnico formulados por un ministerio, una agencia reguladora o el banco central dentro del marco de sus respectivas competencias regulatorias.

a. La transmisión de la información y de las distribuciones de beneficios recibidas

110. Para aquellos valores no inscritos (al portador), y a menudo también para los valores inscritos (donde los socios o los obligacionistas son identificados en un registro mantenido por el emisor o por un tercero por cuenta de aquel), la información y los pagos proporcionados por el emisor a los titulares de cuentas fluyen, de hecho, hacia abajo a lo largo de la cadena de intermediarios. Otros eventos corporativos pueden, además, bien exigir bien permitir al titular de cuenta que opte por una alternativa (como, por ejemplo, emitir instrucciones de voto en relación con acuerdos propuestos en el orden del día en una junta general de socios, aceptar una oferta pública de adquisición, ejercer un derecho de opción, etc.), la cual debe transmitirse de manera ascendente a lo largo de la cadena de tenencia. Esta es la razón por la cual, generalmente, la legislación impone una obligación sobre cada intermediario de trasladar las informaciones, las distribuciones de beneficios recibidos o las

declaraciones, si bien delega en el contrato de cuenta la regulación de los aspectos concretos de dicha obligación.

111. La obligación de trasladar las distribuciones de beneficios está sometida a ciertas condiciones. Pueden existir varias razones por las cuales un pago recibido por el intermediario, directa o indirectamente, desde del emisor, deba no ser trasladado al titular de cuenta como, por ejemplo, cuando el propio intermediario o un tercero son titulares de un derecho real de garantía sobre los valores intermediados.

b. La habilitación del ejercicio de otros derechos frente al emisor

112. Muchos derechos derivados de los valores no pueden simplemente trasladarse al titular de cuenta. Para ejercer tales derechos, el titular de cuenta debe optar por una alternativa o hacer una declaración al respecto, como por ejemplo cuando emite un voto o delega la facultad de votar en un tercero. O puede que sea necesario que el titular de cuenta actúe, por ejemplo, cuando se presenta un derecho de crédito frente al emisor en un procedimiento de insolvencia o cuando se presenta una demanda de responsabilidad contra los administradores del emisor. En la mayoría de los casos, el titular de cuenta necesitará de la colaboración del intermediario pertinente (y posiblemente de otros intermediarios de la cadena de tenencia) para trasladar su declaración hasta el emisor o para certificar su condición de socio u obligacionista.

113. Aunque resulta improbable que todos los escenarios puedan ser previstos, la legislación debería cubrir las situaciones más comunes y, posiblemente, establecer un principio o regla general que permita resolver otras situaciones cuando estas surjan. Los contratos de cuenta o las reglas uniformes de los sistemas pueden contener disposiciones más específicas que completen las disposiciones legales. En atención a diversos motivos, incluyendo el de reducir el riesgo inherente a las cadenas de tenencia, la legislación debería permitir a un intermediario

extranjero poseer valores directamente en un sistema de tenencia intermediado sin necesidad de conseguir la tenencia a través de un intermediario local.

c. Eficacia de las instrucciones autorizadas

114. En primer lugar y, ante todo, un intermediario tiene obligaciones con respecto al titular de cuenta, quien, con carácter general, está autorizado para dar instrucciones al intermediario con el fin de que este actúe. Bajo ciertas circunstancias, sin embargo, un tercero puede dar instrucciones vinculantes al intermediario. La facultad del tercero para dar instrucciones puede ser complementaria a la facultad general del titular de cuenta o puede, por el contrario, limitar (por ejemplo, cuando la otra persona ejerce un control negativo sobre los valores intermediados como resultado de un derecho reconocido sobre los mismos, – véase el párrafo 146 posterior –), o incluso excluir (por ejemplo, cuando el titular está legalmente incapacitado) la validez de las instrucciones dadas por el titular de cuenta.

115. El artículo 23(2) contempla situaciones en las cuales otra persona está autorizada para dar instrucciones al intermediario. La lista comprende personas a las cuales se les ha otorgado un derecho sobre los valores intermediados; una persona facultada para dar una instrucción en virtud de un contrato de cuenta o con arreglo a las reglas uniformes de un SLV; y una autoridad judicial o administrativa competente en virtud de una disposición normativa para emitir una orden con respecto a los valores intermediados.

116. Muchas otras situaciones no se encuentran previstas por el Convenio, pero pueden extraerse de principios generales o reglas específicas del derecho no convencional. Estas pueden comprender la facultad que tiene un tutor sobre el patrimonio de un tutelado conforme a la ley o una decisión judicial, un albacea testamentario sobre los bienes de una herencia, un administrador concursal sobre la masa activa del procedimiento de insolvencia; la facultad de los administradores o directivos de un emisor, la facultad de representación, etc.

117. La legislación debería, en consecuencia, aclarar bien con carácter general bien por medio de disposiciones específicas, cuáles y bajo qué circunstancias estos derechos son oponibles frente a un intermediario y hasta qué punto tales derechos desplazan la propia autoridad del titular de cuenta para emitir instrucciones.

d. Precisiones sobre el modo de cumplir con las obligaciones del Convenio

118. La obligación general de los intermediarios de permitir tanto el ejercicio de los derechos de los titulares de cuentas como las otras cuatro obligaciones específicas previstas por el Convenio se expresan en términos generales. Esto puede generar un cierto grado de incertidumbre para los intermediarios. Con el fin de reducir tal incertidumbre, el artículo 28(1) establece que el derecho no convencional puede precisar tanto el contenido como el modo a través del cual un intermediario satisface las obligaciones del Convenio. Alternativamente, la legislación, por tanto, puede permitir que tales cuestiones sean precisadas por un contrato de cuenta o, cuando proceda, por las reglas uniformes de un SLV. Hay que tener en cuenta que cualquier referencia a la legislación no está circunscrita exclusivamente a las normas con rango de ley, sino que también abarca disposiciones de rango inferior.

119. El artículo 28(2) regula que, en aquellos casos en los que un intermediario cumpla una disposición del derecho no convencional, - o alternativamente, de un contrato de cuenta o de las reglas uniformes de un SLV, en la medida que así lo permita dicho derecho, reguladores del contenido de una obligación prevista en el Convenio -, el intermediario cumple con el Convenio. Sin embargo, la legislación no puede reducir la obligación del Convenio hasta tal el punto de hacerla sustancialmente desaparecer. Véase el Comentario Oficial, párrafo 28-14.

C. La responsabilidad de los intermediarios

Principio Legislativo 3: el Convenio no precisa la responsabilidad de los intermediarios. La legislación debería establecer claramente las condiciones y el alcance de dicha responsabilidad y si esta puede ser objeto de exoneración por medio de cláusulas contractuales.

120. El Convenio no fija las condiciones en las cuales un intermediario deviene responsable frente a los titulares de cuentas o terceras personas. Artículo 28(3). El derecho no convencional debería, por tanto, determinar las condiciones y las consecuencias en caso de incumplimiento de sus obligaciones por parte de un intermediario u otras personas, tales como los gestores u operadores de cuentas en los sistemas transparentes donde las funciones se encuentran distribuidas. El derecho no convencional puede acometer esta tarea mediante el establecimiento de una serie de normas específicas que definan el funcionamiento del sistema de tenencia intermediada o mediante su remisión a normas generales y, cuando resulte necesario, completarlas o modificarlas con el fin de reflejar adecuadamente las especificidades del sistema.

121. El derecho no convencional debería precisar si esta responsabilidad puede ser modificada o excluida en virtud de un contrato de cuenta o por las reglas uniformes de un SLV. El derecho no convencional, sin embargo, no puede derogar el artículo 28(4) que establece que un intermediario no puede excluir su responsabilidad por casos de dolo o culpa grave.

122. Un tema particularmente sensible es el de la responsabilidad en la que puede incurrir un intermediario por incumplimiento obligacional con causa en su (propio) intermediario pertinente o bien de otros intermediarios (los cuales, como indica el párrafo 29 anterior, pueden ser referido como *subdepositarios*) en una cadena de tenencia. En aquellos casos donde las cadenas de tenencia afectan a varios intermediarios y, en particular, a nivel transfronterizo, un titular de cuenta puede estar expuesto a riesgos y situaciones de pérdidas debido a acciones u omisiones de los intermediarios con los

cuales no guarda una relación directa. El derecho no convencional debería abordar estos riesgos, al menos, mediante el establecimiento sobre el intermediario pertinente de la obligación de actuar con la diligencia debida en la selección y seguimiento de los intermediarios a los que recurra. Sin embargo, el derecho no convencional podría definir obligaciones para los intermediarios (con su consiguiente responsabilidad) que vayan más allá del mero deber de diligencia. Esta legislación, por ejemplo, podría exigir al intermediario pertinente que garantice que sus contratos de cuenta con otros intermediarios impongan a estos últimos obligaciones no menos protectoras que aquellas que el propio intermediario pertinente ha asumido con arreglo al derecho no convencional y al contrato de cuenta frente a sus titulares de cuentas. Se podría ir incluso más allá en el caso de que se exigiera a este otro intermediario la imposición de obligaciones similares a sus respectivos intermediarios situados en el nivel superior. A efectos prácticos, sin embargo, los Estados deberían proceder con cautela con el fin de no restringir indebidamente, bien en términos geográficos bien de cualquier otro modo, las inversiones que los titulares de cuentas puedan eventualmente adquirir.

PARTE IV - LA TRANSMISIÓN DE VALORES INTERMEDIADOS

123. La capacidad de comprar y vender valores intermediados y constituir y otorgar derechos sobre los mismos es fundamental para el funcionamiento de los mercados de capitales. A fin de promover el funcionamiento integral de los mercados, tal y como se establece en esta Parte de la Guía, los Estados deberían establecer o revisar sus legislaciones de conformidad con los siguientes principios, normas y recomendaciones complementarias sobre la transmisión de los valores intermediados, y en particular, en lo concerniente a (a) la adquisición y disposición de los valores intermediados, (b) las disposiciones no autorizadas y las rectificaciones, (c) la protección del adquirente de buena fe, y (d) el orden de prelación.

A. La adquisición y disposición de valores intermediados

Principio Legislativo 4: el Convenio prevé que los valores intermediados o cualquier derecho real limitado sobre los mismos puedan ser transmitidos mediante adeudos y abonos. La legislación, igualmente, podría adoptar uno o más de los demás modos reconocidos por el Convenio.

124. La transmisión de los valores intermediados y de cualquier otro derecho real limitado (por ejemplo, los derechos de garantía) se puede realizar de varios modos. Algunos modos de transmisión se basan en anotaciones en cuentas de valores, tales como el modo del adeudo y el abono y el modo de la inscripción (desglose) contable. Sin embargo, no todos los modos de transmisión precisan de estas anotaciones. Esta sección se ocupa de la transmisión por medio del modo del adeudo y el abono, así como otros modos.

1. Transmisión por medio del modo del adeudo y el abono

a. Principios y normas básicos del Convenio

125. Los principios y normas básicos son los siguientes:

- Los valores intermediados son adquiridos cuando se abonan en la cuenta de valores del adquirente y son transmitidos cuando se produce un adeudo en la cuenta de valores del transmitente. Artículos 11(1) y 11(3).
- Los derechos reales limitados sobre valores intermediados, tales como los derechos de garantía, pueden ser igualmente transmitidos por medio de anotaciones de adeudo y abono en las cuentas de valores del transmitente y del adquirente, respectivamente. Artículo 11(4).
- Requisitos adicionales, tales como los de publicidad o inscripción, no son necesarios para que la adquisición sea oponible frente a terceros. Artículo 11(2)

126. La anotación de adeudos en la cuenta del transmitente y de abonos en la cuenta del adquirente juegan un papel fundamental en los sistemas de tenencia de valores intermediados puesto que los valores intermediados existen como tal gracias a las anotaciones en las cuentas de valores. Tales adeudos y abonos, sin embargo, no tienen lugar en un vacío, sino que se basan en operaciones acordadas entre transmitentes y adquirentes, y con carácter general, son el resultado de instrucciones emitidas por aquellos hacia sus respectivos intermediarios. Sobre la base de tales operaciones y de los derechos que las subyacen, los adeudos y los abonos pueden representar la transmisión de un derecho real absoluto sobre los valores intermediados o bien de un derecho real limitado.

127. El adeudo y el abono se ha convertido en el modo universal de transmisión de los valores intermediados. Por ello, el Convenio requiere que este modo de transmisión esté disponible para todos los titulares de cuentas. El Convenio, además, exige, tal y como se plantea en la Parte IV.B, que un adeudo deba estar

autorizado por el titular de cuenta y, con el fin de garantizar la seguridad jurídica para los adquirentes frente a terceros, no precise de requisitos adicionales para hacer que la transacción sea oponible frente a terceros.

128. Aparte de las normas de armonización sobre los elementos esenciales, el Convenio refiere al derecho no convencional varias cuestiones importantes que se discuten a continuación debido a la diversidad de normas legales y sistemas operacionales que existen a nivel mundial en la tenencia intermediada.

b. Alternativas a adoptar mediante declaración

129. El Convenio ni exige ni permite declaraciones con respecto a las cuestiones que se examinan en esta sección.

c. Cuestiones a tratar o clarificar

130. Las siguientes cuestiones deben ser tratadas o aclaradas. En primer lugar, la legislación debería determinar si la *regla del no hay abono sin adeudo*, por la cual todo abono en una cuenta de valores debe tener su correspondiente adeudo en otra cuenta de valores, se aplica a las transmisiones realizadas en virtud de este modo. En segundo lugar, la legislación debería, de la misma manera, establecer si es permisible la liquidación neta de las operaciones con valores intermediados. Artículo 11(5). En tercer lugar, habría que valorar si la legislación debería especificar qué constituye un adeudo y un abono.

131. Asimismo, la determinación de qué derechos reales limitados pueden ser transmitidos por medio de un abono en una cuenta de valores o por cualquier otro modo de los descritos en el párrafo 138 y siguientes, queda enteramente a discreción del derecho no convencional, puesto que el Convenio guarda silencio al respecto. Véanse los párrafos 94-97 anteriores y 158 posterior. Además, aunque no se precisen de requisitos adicionales para la eficacia frente a terceros, la legislación debería definir claramente cuándo un adeudo o un abono es válido, y cuándo un adeudo es o puede llegar a ser sometido a condición. Artículos 11(1)-(2) y 16, y párrafos 165-168, posteriores.

(i) *La relación entre los adeudos y los abonos*

132. La relación entre los adeudos y los abonos es un área de significativa discrepancia entre los distintos regímenes jurídicos y regulatorios nacionales. La mayoría de sistemas jurídicos de tradición arraigada en el derecho civil, por ejemplo, siguen la *regla de no hay abono sin adeudo*, e interpretan que los valores intermediados objeto de un adeudo en la cuenta de valores del transmitente son precisamente los mismos que los inscritos mediante un abono en la cuenta de valores del adquirente. En otras palabras, si tomamos en concreto una operación con valores, la propiedad que el transmitente cede es la que correlativamente el adquirente adquiere y las anotaciones en cuenta para esta operación deberían tener lugar de manera simultánea, aunque esto en la práctica no siempre ocurra. En el caso de que no ocurrieran simultáneamente, la legislación asegura que haya un único instante a nivel conceptual entre la adquisición y la disposición y que, cualquier divergencia entre las cuentas de valores afectadas, sea resuelta lo más pronto posible. Igualmente, se puede prever que el abono en la cuenta del adquirente prevalezca sobre cualquier abono que pueda quedar inscrito en la cuenta del transmitente.

133. Los sistemas jurídicos de tradición *common law*, sin embargo, no precisan necesariamente hacer esta relación. En un sistema de fideicomiso (*trust*), por ejemplo, los titulares de cuentas adquieren un derecho en equidad (*equitable interest*) sobre los activos que el intermediario custodia para ellos como beneficiarios del fideicomiso. Cuando un titular de cuenta vende sus valores, este no está transmitiendo jurídicamente ese derecho en equidad al adquirente. En su lugar, este derecho en equidad, derivado del depósito en el intermediario, se extingue, y un derecho similar se crea por el intermediario del adquirente en favor de este último. Como ejemplo añadido, en el caso de un sistema de *security entitlement*, el análisis resulta similar. Se extingue el *security entitlement* del transmitente con su intermediario, y en su lugar se constituye otro *security entitlement* por el intermediario del adquirente en favor de este último.

134. El Convenio deriva en su totalidad estas cuestiones al derecho no convencional y, dependiendo de cómo los valores

intermediados sean configurados (véanse los párrafos 85 y ss.), el derecho no convencional debería determinar si procede aplicar la *regla de no hay abono sin adeudo*.

(ii) *Adeudos y abonos efectuados por compensación*

135. Como se indicó en el párrafo 20, en los supuestos en los que tienen lugar diariamente numerosas operaciones, no resulta muy lógico transmitir cantidades brutas por operación sino que, cuando sea posible, resulta más sensato compensar las obligaciones de transmisión en momentos oportunos y, a continuación, transmitir solamente la cantidad neta resultante. En aquellos sistemas en los que la liquidación neta de las operaciones con valores intermediados está permitida, que los adeudos coincidan con los abonos de las cuentas mantenidas por el intermediario a favor de sus titulares de cuentas no implica necesariamente que aquellos coincidan con las anotaciones efectuadas en las cuentas del intermediario con su intermediario situado en el nivel superior. Estas anotaciones, no obstante, deberían limitarse simplemente a reflejar la variación neta global en el saldo agregado de la totalidad de sus titulares de cuentas.

136. El Convenio no exige el reconocimiento de mecanismos de compensación. Véase el artículo 11(5). El derecho no convencional, en consecuencia, puede o no autorizar que se hagan adeudos y abonos por medio de compensación en las cuentas de un intermediario con un intermediario situado en el nivel superior con el propósito de reflejar, para aquellos valores de igual categoría, el resultado neto de todos los movimientos en las cuentas mantenidas por el intermediario por cuenta de sus titulares de cuentas y por cuenta propia. Esta legislación debería valorar y determinar si conviene reconocer mecanismos de compensación.

(iii) *Definición de adeudo y abono*

137. Queda reservado para el derecho no convencional determinar qué anotaciones se califican como adeudos y abonos puesto que el Convenio guarda silencio al respecto. Tal definición, si es preciso, puede regularse en disposiciones legales

o reglamentarias de derecho no convencional o, posiblemente, en las reglas uniformes de un SLV.

2. Transmisión por medio de otros modos

a. Principios y normas básicos del Convenio

138. Los principios y normas básicos son los siguientes:

- El Convenio expresamente reconoce tres modos opcionales adicionales en virtud de los cuales el titular de cuenta puede transmitir valores intermediados o cualquier derecho sobre los mismos.
- Un titular de cuenta puede constituir un derecho sobre los valores mediante la celebración de un contrato válido con su intermediario (Artículo 12(3)(a)); con otra persona y realizando además una inscripción contable efectuada en favor de esa persona en su cuenta de valores (Artículo 12(3)(b)); o mediante la conclusión de un acuerdo de control con el intermediario que permita que aquella persona ejerza un control sobre los valores (Artículo 12(3)(c)).
- Para estos modos, al igual que para el modo del adeudo y el abono, no se precisan de requisitos adicionales para su eficacia frente a terceros. Artículos 12(1)-(2). El derecho no convencional debería ser revisado a fin de poder determinar si uno o varios requisitos adicionales son necesarios para ello y, si fuera así, se debería proceder a su eliminación. En relación con la nulidad y rectificación de una inscripción contable o cualquier otra anotación en cuenta, véanse el artículo 16 y los párrafos 165-168 posteriores.
- Otros modos de transmisión del derecho no convencional pueden ser mantenidos. Artículo 13.

139. El Convenio contempla expresamente cuatro modos de transmisión de valores intermediados o de cualesquiera otros derechos reales limitados sobre los mismos: el modo del adeudo

y el abono del artículo 11 y los otros tres modos adicionales del artículo 12. Estos tres modos adicionales, aunque presentes con diverso alcance alrededor del mundo, no han alcanzado el grado de aceptación universal que ha tenido el modo del adeudo y el abono. Por ello, de conformidad con el Convenio, mientras que el modo del adeudo y el abono debe ser reconocido, los restantes tres modos adicionales se mantienen como opcionales.

140. Además de los modos contemplados expresamente por el Convenio, los Estados Contratantes están facultados para prever otros modos complementarios en virtud del artículo 13. Con sujeción a ciertas limitaciones que se describen a continuación, el artículo 13 permite a los Estados acomodar modos alternativos de transmisión (por ejemplo, un modo ya en vigor que un Estado desee conservar) al marco jurídico de dicho Estado.

b. Alternativas a adoptar por declaración

141. El artículo 12 establece un conjunto de alternativas sobre los tres modos adicionales, y los Estados pueden formular, dentro de su derecho no convencional, si optan por uno, dos, todos ellos, o ninguno. Los modos adicionales previstos por el artículo 12 son los siguientes:

(a) *Inscripción contable (o asignación especial)*: este modo exige, además de un acuerdo válido entre las partes, una anotación en cuenta a favor del adquirente en la cuenta de valores del transmitente efectuada por el intermediario pertinente de conformidad con las instrucciones del transmitente;

(b) *Acuerdo de control*: un acuerdo válido entre las partes que se acompaña, no tanto por una anotación en la cuenta de valores del transmitente, sino más bien por un acuerdo de control que directamente estipula aquellas condiciones u obligaciones en virtud de las cuales el intermediario pertinente debe actuar en beneficio del adquirente; y

(c) *Acuerdo con el intermediario pertinente (o perfección automática)*: se constituye un derecho cuando el titular de cuenta y su intermediario pertinente celebran un contrato

válido. No hay necesidad de satisfacer condición adicional alguna porque el mismo acuerdo vincula exactamente a las mismas partes que serían necesarias para un acuerdo de control, y la posición del intermediario queda salvaguardada por el control que tiene sobre la cuenta de valores que mantiene por cuenta del titular de cuenta.

142. Todos estos modos tienen en común que los valores intermediados cuyos derechos sobre los mismos son transmitidos permanecen abonados en la cuenta de valores del transmitente. Adicionalmente, dos requisitos se necesitan para cada uno: (a) que el transmitente y el adquirente celebren un contrato válido en relación al derecho a transmitir, y (b) que se satisfaga la condición concreta para el modo en cuestión.

(i) *Control positivo y control negativo*

143. Debido a que las inscripciones contables son anotaciones en cuenta como los adeudos y los abonos, estas se asemejan, de muchas maneras, a este modo universal de transmisión y son preferidas por muchos sistemas. La anotación en cuenta sirve, además, como forma de publicidad, pero esto tiene generalmente un valor muy limitado ya que las cuentas de valores no son registros de carácter público de libre acceso sin autorización. Además, los registros de las cuentas pueden quedar desactualizados en cuestión de minutos desde que son generados.

144. Otros sistemas prefieren los acuerdos de control al no requerir anotaciones en la cuenta del transmitente y permitir que sean las cláusulas contractuales las que regulen la relación jurídica entre el transmitente, el adquirente y, a menudo, el intermediario pertinente.

145. Debido a que los valores intermediados sobre los cuales se transmite un derecho, ya sea por una inscripción contable o por un acuerdo de control, permanecen en la cuenta de valores del transmitente, no resulta suficiente para reflejar la existencia de aquel derecho la realización de una anotación en cuenta o la celebración de un contrato. Tanto dicha anotación como el contrato deben, además, tener ciertos efectos protectores sobre el

adquirente frente a posibles actos no autorizados que tengan por objeto los valores en cuestión.

146. Para tales fines protectores, el derecho no convencional se reserva determinar si una inscripción contable o un acuerdo de control confiere un control positivo o negativo, o ambos, al adquirente de un derecho. El control positivo exige que el intermediario que mantiene la cuenta del transmitente resulte obligado a cumplir con todas las instrucciones emitidas por el adquirente sobre ciertos valores intermediados con arreglo a un contrato de cuenta, un acuerdo de control o las reglas uniformes de un SLV, sin necesidad de un consentimiento adicional por parte del transmitente. El control negativo implica que el intermediario que mantiene la cuenta del transmitente no resulte obligado a someterse a aquellas instrucciones dadas por este acerca de los valores intermediados sin el consentimiento del adquirente. Véanse los artículos 1(k) y 1(l).

(ii) *Derechos transmisibles por los tres modos adicionales*

147. En muchos sistemas, estos tres modos adicionales se utilizan habitualmente para transmitir derechos reales limitados sobre valores intermediados tales como los derechos de garantía. No obstante, al igual que el modo del adeudo y el abono previsto en el artículo 11, los tres modos adicionales previstos en el artículo 12 son susceptibles de otorgar cualquier tipo de derecho sobre valores intermediados de acuerdo con el derecho no convencional, incluido el derecho de propiedad, aun cuando los adquirentes de los valores intermediados habitualmente prefieren tenerlos abonados en sus cuentas de valores.

148. A pesar de que estos tres modos se utilizan principalmente para la transmisión de derecho reales limitados con arreglo al Convenio, no están restringidos sólo a ello porque tal restricción hubiera requerido definir el contenido de conceptos específicos tales como los derechos de garantía. Esto hubiera supuesto soslayar el enfoque funcional del Convenio e interferir en las concepciones que los diversos sistemas nacionales tienen sobre la propiedad.

149. En línea con las prácticas comerciales de numerosos mercados, el artículo 12(4) prevé que, cualquiera de estos modos, puedan ser empleados para otorgar un derecho sobre:

(a) la generalidad de la cuenta de valores, de tal manera que el derecho abarcará todos los valores intermediados que figuren abonados periódicamente en dicha cuenta; o

(b) una determinada categoría de valores intermediados, o una cantidad o valor específico de valores intermediados que figuren abonados periódicamente en una cuenta de valores concreta.

(iii) *Declaraciones*

150. La determinación de cuáles son los modos de transmisión disponibles en cada sistema jurídico es una información de significativa importancia para los inversores y los intermediarios. Por esta razón, el Convenio impulsa los tres modos adicionales (junto con el modo del adeudo y el abono). Si un Estado Contratante desea adoptar uno o más de estos modos, es preciso que realice una declaración al respecto sobre qué modos ha seleccionado y, si procede, que especifique el tipo de control derivado de una inscripción contable o un acuerdo de control.

151. Un Estado Contratante también puede limitar por vía de declaración las posibilidades previstas en el artículo 12(4). Véase el párrafo 149.

152. El objeto de tales declaraciones consiste en reforzar la transparencia internacional y la previsibilidad jurídica y pueden ser modificadas con posterioridad. Para más información sobre las declaraciones facultativas del artículo 12(5)-(7), véanse el Memorándum de Declaraciones, Sección 4.D y los Formularios N°. 4A a 4F adjuntos.

153. Además, si un Estado decide optar por ambos casos, inscripciones contables y acuerdos de control, debería considerar si ambos modos tienen el mismo rango o si un derecho constituido por una inscripción contable tiene siempre preferencia sobre un derecho constituido en virtud de un acuerdo de control, en cuyo

caso, esto debería ser objeto de declaración. Véanse ambos el artículo 19(7) y el párrafo 189 posterior.

c. Cuestiones a tratar o clarificar

(i) La exigencia de un contrato válido

154. Cada uno de los tres modos adicionales de transmisión exige que el titular de cuenta celebre un contrato con o en favor de aquella persona en cuyo beneficio se constituye el derecho. El derecho no convencional determina la naturaleza, el ámbito, y el alcance del derecho otorgado, y puede establecer los requisitos formales para el mencionado contrato, y diferenciar entre los tipos de titulares de cuentas; además, puede determinar las consecuencias de dicho contrato cuando resulta ser nulo o ineficaz por razones tales como la falta de cumplimiento de los requisitos de forma, de capacidad, por error o por ser contrario a la ley.

(ii) Otros modos de transmisión en virtud del derecho no convencional.

155. Los cuatros modos de transmisión expresamente previstos por el Convenio no son excluyentes. De hecho, el Convenio no excluye otros modos adicionales, tal y como reconoce el propio artículo 13. Hay numerosas opciones de política normativa que pueden ser elegidas en relación con aquellos modos no previstos por el Convenio. Los Estados pueden optar bien por considerar que estos aspectos del derecho regulador de los valores intermediados sean independientes (mediante la creación de modos especiales) o bien hacerlos parte de las normas o reglas ya vigentes dentro del sistema nacional. Los Estados pueden mantener los modos vigentes o considerar otras soluciones que garanticen la transmisión efectiva de derechos.

156. Las transmisiones realizadas conforme a estos otros modos no son susceptibles de beneficiarse del principio de protección del adquirente de buena fe conforme al artículo 18, aunque sí cabe que el derecho no convencional reconozca una protección similar para tales transmisiones. Véanse los párrafos 180-181 posteriores. Su orden de prelación viene determinado por

el derecho no convencional, excepto cuando las transmisiones queden subordinadas a todos los derechos que devengan efectivos frente a terceros de conformidad con el artículo 12. Véanse los párrafos 196-197 posteriores.

157. Un Estado Contratante debería considerar los modos de transmisión en vigor que caen dentro del ámbito de aplicación del artículo 13 y si deberían ser conservados.

(iii) *Derechos reales limitados que pueden ser otorgados*

158. El establecimiento de qué derechos reales limitados pueden ser otorgados por medio de uno de los modos previstos en el artículo 12 queda completamente a discreción del derecho no convencional. Para mayor detalle, véanse los párrafos 94-97 anteriores.

(iv) *Los derechos de garantía no contractuales*

159. El artículo 12(8) hace referencia a los derechos de garantía no contractuales (por ejemplo, los gravámenes legales, los derechos especiales de garantía sobre bienes financiados con dinero de un tercero, etc.) que no son regulados por el Convenio. La ley aplicable determina la constitución de tales derechos, su oponibilidad frente a terceros y su orden de prelación. Como se indica en los párrafos 192-195 posteriores, los Estados pueden valorar cómo estos tipos de derechos son tratados en su legislación.

B. Disposiciones no autorizadas, y nulidad, rectificación y condiciones

Principio Legislativo 5: el Convenio prevé que un intermediario pueda disponer de los valores intermediados solamente con la autorización de la persona o de las personas afectadas por la disposición. La legislación puede prever otros casos de disposiciones autorizadas, y debería establecer las consecuencias de las disposiciones no autorizadas. La legislación debería igualmente determinar si, y bajo qué circunstancias, una anotación en cuenta deviene nula, es susceptible de ser rectificada, o es condicional, y las consecuencias de ello.

1. Principios y normas básicos del Convenio

160. Los principios y normas básicos son los siguientes:

- Los adeudos de valores en una cuenta de valores, la realización o cancelación de inscripciones contables o cualquiera otra disposición de valores intermediados, solamente se pueden efectuar con la autorización de la persona o de las personas afectadas negativamente por dichas disposiciones. Artículo 15(1)(a)-(d).
- Dicha autorización puede igualmente establecerse por el derecho no convencional. Artículo 15(1)(e).
- El derecho no convencional y, en la medida que lo permita este, el contrato de cuenta o las reglas uniformes de un SLV determinan las consecuencias de las disposiciones que carecen de la preceptiva autorización. Artículo 15(2).
- Esto se corresponde con el principio general del Convenio de que el derecho no convencional determina si, y bajo qué circunstancias, un adeudo, un abono, o una inscripción contable o la cancelación de esta devienen nulos, son susceptibles de ser rectificadas o pueden ser sometidos a condición, y las consecuencias que se derivan de todo ello. Véanse los artículos 15(2) y 16.

- Con respecto a las inscripciones contables no autorizadas, las consecuencias derivadas de las disposiciones no autorizadas con arreglo al derecho no convencional están sometidas a la protección del adquirente de buena fe. Artículo 18(2).

161. La idea general del artículo 15 es que las disposiciones de los valores intermediados deben ser autorizadas por la persona o las personas afectadas por dichas disposiciones. El artículo 15(1)(a)-(d) precisa cuáles son tales disposiciones, incluyendo aquellas disposiciones efectuadas conforme a los artículos 11, 12 y 13, y las personas de las cuales el intermediario debe obtener dicha autorización. Los presupuestos para que una autorización sea válida no se encuentran regulados por el Convenio. No obstante, la propia autorización puede ser emitida mediante cualquier tipo de declaración de consentimiento, expresa o tácita, con arreglo al Convenio, incluyendo las instrucciones por parte de las personas afectadas. Artículo 10(2)(c). El derecho no convencional puede, además, prever que la autorización sea dada en virtud de una disposición legal y no por la persona o personas afectadas.

162. La regulación de las consecuencias de las disposiciones no autorizadas es remitida al derecho no convencional. Las disposiciones en virtud del artículo 15(1) no están necesariamente asociadas con anotaciones en cuenta (por ejemplo, los artículos 12(3)(a), 12(3)(c), y 13), pero en la medida en que aquellas disposiciones no autorizadas requieran una anotación en una cuenta de valores (o la cancelación de la anotación), el artículo 15(2) repite la norma general de que la validez, posibilidad de rectificación y condicionalidad de las anotaciones en las cuentas de valores estarán sujetas a lo previsto por el derecho no convencional. Artículo 16. El derecho no convencional puede permitir que un contrato de cuenta o las reglas uniformes de un SLV también establezcan las consecuencias de las disposiciones no autorizadas o cuándo unas anotaciones en cuenta son consideradas defectuosas. Artículos 15(2), 16, 17(d).

163. La relevancia del derecho no convencional está sometida a la protección del adquirente de buena fe. Artículos 15(2), 16,

18. La razón por la cual solamente las inscripciones contables no autorizadas son mencionadas en el artículo 15(2), y expresamente sometidas al artículo 18(2), radica en que solamente tales anotaciones en cuenta pueden dar lugar directamente a anotaciones defectuosas. En el caso de otras disposiciones no autorizadas que den lugar con posterioridad a una anotación defectuosa (mediante un abono o una inscripción contable), el adquirente de buena fe, en virtud de una transmisión posterior, puede no obstante adquirir igualmente un derecho sobre los valores intermediados libre de cualquier reclamación en contra.

2. Alternativas a adoptar mediante declaración

164. El Convenio ni exige ni permite declaraciones con respecto a cuestiones tratadas en la presente sección.

3. Cuestiones a tratar o clarificar

- a. La definición de autorización de las disposiciones y las consecuencias de las disposiciones no autorizadas.*

165. Aunque el Convenio establece que un intermediario solamente puede disponer de los valores intermediados con la autorización de la persona afectada por la disposición, la autorización exigida por el artículo 15 puede estar, de la misma manera, prevista por (las normas generales de) derecho no convencional.

166. La legislación debería dejar claro cuáles son las consecuencias para aquellas disposiciones que no son autorizadas por la persona afectada negativamente por dichas disposiciones. Artículo 15(2). El derecho no convencional puede referir esta decisión a las normas generales de su ordenamiento jurídico, al contrato de cuenta o a las reglas uniformes del SLV.

167. El derecho no convencional puede también considerar que estas disposiciones no autorizadas ni sean nulas ni susceptibles de ser rectificadas, sino que, por ejemplo, sean consideradas como un mero incumplimiento del contrato entre el intermediario y la persona afectada por la disposición no autorizada en cuestión.

168. Hasta cierto punto, las consecuencias de las disposiciones no autorizadas pueden depender del modelo de tenencia de valores intermediados que tenga implantado cada Estado. Véase con carácter general la Parte I.B anterior. Por ejemplo, en un Estado europeo de tradición civil con sistema de copropiedad, los adeudos que no sean autorizados devienen nulos, aunque la adquisición posterior por parte de un adquirente de buena fe queda protegida, teniendo como resultado que el titular de la cuenta de valores donde el adeudo fue efectuado indebidamente perderá sus correspondientes derechos de propiedad. En el sistema de *security entitlement* presente en aquellos Estados con tradición *common law* de América del Norte, aquellos adeudos no autorizados devienen igualmente nulos, pero el intermediario pertinente resulta obligado a re-abonar la cuenta de valores donde indebidamente tuvo lugar el adeudo, reestableciendo por tanto el *security entitlement* a su titular de cuenta.

b. Clarificación de los requisitos de validez y de las condiciones de las anotaciones en cuenta

169. En general, la legislación debería precisar si, y bajo qué circunstancias, las anotaciones en cuenta son nulas, susceptibles de ser rectificadas, o quedar sometidas a una condición. Artículo 16.

170. La legislación debería igualmente tratar las consecuencias de la rectificación de una anotación no autorizada o defectuosa en cuenta (de un abono o de una inscripción contable). En particular, la legislación debería determinar si la rectificación de las anotaciones en cuenta tiene efectos retroactivos o efectos *ex nunc*. Del mismo modo, sería preciso adoptar las decisiones que procedan para los casos de anotaciones en cuenta sometidas a condición y cuando la condición a la que están sometidas no sea satisfecha. El derecho no convencional puede referir esta decisión a las normas generales de su ordenamiento jurídico o al contrato de cuenta o a las reglas uniformes de SLV. Artículos 15(2), 16, y véanse los párrafos 132-134 anteriores (en relación con la *regla de no hay abono sin adeudo*).

171. La legislación debe dejar claro que las consecuencias por disposiciones no autorizadas y anotaciones (de abono o

inscripciones contables) en cuenta que sean defectuosas con arreglo al derecho no convencional están sometidas al principio dominante de protección del adquirente de buena fe. Artículo 18 y véanse además los artículos 15(2), 16.

C. Protección del adquirente de buena fe

Principio Legislativo 6: el Convenio prevé que un adquirente de buena fe que adquiere a título oneroso está protegido frente a reclamaciones de terceros. Esta protección ampara situaciones en las que (i) otra persona ostenta un derecho sobre los valores intermediados que resulta lesionado por la adquisición, y (b) la adquisición pueda resultar afectada por una anotación en cuenta anterior que sea defectuosa. La legislación puede extender esta esfera de protección.

1. Principios y normas básicos del Convenio

172. Los principios y normas básicos son los siguientes:

- Se protege al adquirente de buena fe que efectúa una adquisición a título oneroso frente a reclamación contraria de terceros. El adquirente de buena fe es protegido en el caso de que otra persona ostente un derecho sobre valores intermediados que se ha visto lesionado por la adquisición. Artículo 18(1). Se protege también al adquirente de buena fe frente a la nulidad o posibilidad de rectificación de una anotación defectuosa anterior. Artículo 18(2).
- En lo que concierne a las anotaciones anteriores que sean defectuosas, la adquisición por un adquirente de buena fe está, en la medida que lo permita el derecho no convencional, sometida a las reglas uniformes del SLV o al contrato de cuenta. Artículo 18(5).
- El Convenio también protege frente a terceras reclamaciones (por ejemplo, reclamaciones por daños o enriquecimiento injusto) presentadas contra el adquirente de buena fe por una persona que ostente un derecho o facultad, o que de cualquier otro modo pudiera beneficiarse

de la nulidad o la rectificación de la anotación defectuosa. Artículo 18(1)(c) y 18(2)(b).

- La protección del adquirente de buena fe está limitada a aquellos casos en los cuales el adquirente ha entregado a cambio (cualquier tipo de) contraprestación, entendida esta en sentido amplio. Véanse el artículo 18(3) y el Comentario Oficial, párrafos 18-15 y 18-16.
- El orden de prelación de los derechos sobre los mismos valores intermediados no está, sin embargo, regulado en el artículo 18, sino en los artículos 19 y 20(2). Véanse los artículos 18(6) y 19 y los párrafos 182-188 posteriores.

173. La idea general del artículo 18 no consiste solamente en proteger al adquirente de buena fe, sino además *inmunizar* las transmisiones posteriores contra el riesgo consecuencial que deriva de su cancelación o rectificación a partir del derecho de un tercero sobre los valores intermediados o de una anotación defectuosa anterior. El artículo 17, por su parte, ofrece las definiciones relevantes para la aplicación del artículo 18, que incluyen las siguientes:

(a) El término “*adquirente*” es definido en sentido amplio, abarcando incluso la adquisición de un derecho de garantía o cualquier otro derecho real limitado. Artículo 17(a).

(b) El adquirente será de buena fe, a menos que tenga conocimiento efectivo o debiera haber tenido conocimiento, en el momento oportuno, de la existencia de un derecho por parte de otra persona o de una anotación defectuosa anterior. Teniendo en cuenta el corto espacio de tiempo de las operaciones sobre los valores intermediados que se efectúan a través de mercados de tipo impersonal, un adquirente no tiene la obligación general de indagar o investigar con el fin de satisfacer el estándar de buena fe. Véase el artículo 17(b) y, en relación con el estándar de “hubiera debido tener conocimiento”, véase el Comentario Oficial, párrafos 17-8 y 17-14.

(c) La cuestión sobre si las organizaciones tienen conocimiento efectivo o hubieran debido tener conocimiento de un derecho o de un hecho debe abordarse en relación a la persona responsable de la operación para la cual el derecho o el hecho resulte relevante. Artículo 17(c).

(d) Una anotación defectuosa consiste en un abono de valores o una inscripción contable que resulta nula o es susceptible de ser rectificada. Artículo 17(d).

(e) El momento oportuno en el cual el adquirente debe actuar de buena fe es normalmente el instante en el cual se efectúa el abono. Artículo 17(e). Puesto que los derechos sobre los valores intermediados pueden llegar a ser eficaces sin necesidad de inscribir un abono en una cuenta de valores, el momento oportuno, en tal caso, vendría determinado por el instante en el cual los derechos devienen oponibles frente a terceros. Artículo 19(3).

174. La protección de un tercero adquirente, por tanto, cubre aquellas situaciones en las cuales se lesiona el derecho de otra persona sobre los valores intermediados como consecuencia de la adquisición. Artículo 18(1). El artículo 18(2) extiende la protección a situaciones en las cuales la anotación defectuosa anterior no constituye un derecho sobre los valores intermediados en el momento oportuno de la adquisición, sino que soporta el riesgo de que la adquisición de buena fe sea rectificada. Los ámbitos de aplicación de los artículos 18(1) y 18(2) pueden superponerse.

175. Como las consecuencias de los párrafos primero y segundo del artículo 18 son idénticas, la distinción entre ambos párrafos resulta a menudo irrelevante. La protección del artículo 18(1) no está sometida a la legislación al margen del Convenio. La protección del artículo 18(2), sin embargo, puede estar sujeta a cualquier disposición de las reglas uniformes de un SLV o a un contrato de cuenta. Véase el artículo 18(5).

176. La función y el significado de los artículos 18(1) y (2) dependen de las disposiciones (generales) del ordenamiento jurídico de cada Estado por dos razones. En primer lugar, el

artículo 18(1) protege al adquirente de buena fe de valores intermediados frente cualquier reclamación concurrente por parte de un tercero y garantiza que el adquirente pueda adquirir los valores incluso si el adeudo correspondiente no se ha hecho. Esto tiene una importancia significativa incluso en el denominado como *sistema de correspondencias* (esto es, un sistema en el cual las anotaciones de abono deben corresponderse con un número o cantidad equivalente de anotaciones de adeudo). Sin embargo, en un sistema donde se permita la adquisición de valores intermediados sin su correspondiente anotación de adeudo, una adquisición de buena fe tiene más el carácter de una limitación de la adquisición, la cual es posible con carácter general por parte de la persona en cuya cuenta de valores el abono fue anotado. En un sistema como este, la protección del adquirente de buena fe puede causar déficits o desequilibrios de valores frente a lo cual los Estados pueden decidir resolverlo mediante reconciliaciones regulares o periódicas de los emisores o de los intermediarios (incluyendo los DCV) o mediante el uso de valores del intermediario, si los hubiera, con el fin de corregir los déficits de valores. Véase el párrafo 217 posterior.

177. En segundo lugar, en un Estado Contratante que considera la transmisión (de derechos) como un contrato separado y abstracto del contrato que lo subyace, la transmisión de valores intermediados no se ve directamente afectada por la nulidad (o rescisión) del contrato que lo subyace (principio de abstracción). Por tanto, la transmisión es, en principio, válida, incluso si el derecho o facultad adquiridos tiene que ser restituido por motivos de enriquecimiento injusto. La situación es, lógicamente, diferente si la transmisión es nula en sí misma. En este caso, obstante, el adquirente estará ya protegido por el artículo 18(1). En consecuencia, puede que no resulte necesario acudir al artículo 18(2) en dicho Estado.

178. El legislador debería tener en cuenta que los derechos y obligaciones de los adquirentes en caso de que ellos no estén protegidos por el artículo 18(1) o el artículo 18(2) se determinan por la ley aplicable. El artículo 18(4) reitera el principio general de que, si el Convenio no establece norma especial alguna, la ley aplicable determinará los derechos y obligaciones de las respectivas personas.

2. Alternativas a adoptar mediante declaración

179. El Convenio ni exige ni autoriza declaraciones en relación a cuestiones analizadas en esta sección.

3. Cuestiones a tratar o clarificar

180. La legislación debería aclarar si, y hasta qué punto, las normas de un SLV o un contrato de cuenta pueden limitar, el principio de adquisición del artículo 18(2). Si es así, la consecuencia será la rectificación de (una seria de) anotaciones en cuenta. El principio de adquisición de buena fe del artículo 18(1), sin embargo, es aplicable en todo caso. Debido a que el Convenio armoniza las operaciones *por el lado del abono* pero no *por el lado del adeudo*, el derecho no convencional puede demandar que, en caso de adquisición por parte de una persona de buena fe, el correspondiente adeudo tenga que tener lugar con el fin de evitar una “inflación” de valores. Véase el párrafo 176.

181. El legislador puede igualmente considerar si ampliar el ámbito de protección del artículo 18 ofrecido a los adquirentes de buena fe y determinar aquellas otras circunstancias en las cuales un adquirente de valores intermediados que actúe de buena fe pueda ser protegido. En efecto, la legislación al margen del Convenio puede establecer un marco de protección más generoso que aquel dado por los artículos 18(1) y 18(2).

D. Orden de prelación

Principio Legislativo 7: el Convenio prevé normas de prelación claras entre acreedores concurrentes con respecto a los mismos valores. La legislación puede complementar y ajustar estas normas de prelación. La legislación debería abordar aquellos conflictos de prelaciones que no están resueltos por el Convenio.

1. Principios y normas básicos del Convenio

182. Los principios y normas básicos son los siguientes:

- El Convenio establece unas normas básicas de jerarquía para aquellos derechos que devienen oponibles frente a terceros en virtud de los artículos 12 y 13 con respecto a los mismos valores intermediados (es decir, sobre los valores abonados en la misma cuenta). Artículo 19.
- El Convenio determina, de modo parcial, el orden de prelación entre el beneficiario de una garantía conferida por un intermediario y su titular de cuenta. Artículo 20.
- El Convenio contiene una disposición general transitoria que asegura la prioridad de aquellos derechos constituidos al amparo del derecho no convencional de un Estado Contratante con anterioridad a la entrada en vigor del Convenio para dicho Estado Contratante. Artículo 39.

183. Dejando de lado las excepciones que se mencionan a continuación, los derechos que devienen oponibles frente a terceros en virtud del artículo 12 tienen preferencia sobre cualesquiera otros derechos que devienen oponibles frente a terceros en virtud de cualquier otro modo previsto por el derecho no convencional (es decir, los derechos del artículo 13). Artículo 19(2).

184. Existen excepciones a la norma de prelación prevista por el artículo 19(2), una, en relación con los derechos de garantía no contractuales, los cuales el Convenio los remite a las normas de prelación del derecho no convencional conforme al artículo 19(5), y otra, para la prioridad de los derechos conferidos por un intermediario frente a los derechos y facultades de los titulares de cuentas de este intermediario que se regula por el artículo 20.

185. El artículo 19(3) prevé una norma de prelación de naturaleza temporal. Los derechos oponibles frente a terceros en virtud del artículo 12 se clasifican de acuerdo con el momento en que (a) se haya producido la adquisición del derecho por un intermediario conforme al artículo 12(3)(s); (b) se haya practicado la inscripción contable, y (c) cuando se haya celebrado el acuerdo de control o, si procede, cuando el intermediario

pertinente reciba notificación de que el acuerdo de control ha sido celebrado.

186. El artículo 19(4) establece una norma especial de prelación de naturaleza no temporal. Si un intermediario posee un derecho oponible frente a terceros con arreglo al artículo 12, y seguidamente practica una inscripción contable o concluye un contrato de control en favor de otra persona, el derecho de esta otra persona tendrá preferencia a menos que las partes expresamente acuerden lo contrario.

187. El artículo 19(6) autoriza a las partes a modificar por contrato las prioridades que de otro modo serían aplicables, con la excepción de que la ley aplicable es la que determina si las partes pueden modificar el rango de un derecho de garantía de naturaleza no contractual. Véanse los párrafos 192-195 posteriores.

188. En virtud del artículo 20, un derecho conferido por un intermediario en virtud del artículo 12 tiene preferencia sobre los derechos de los titulares de cuentas de ese intermediario, excepto en el caso de que, en el momento oportuno, el beneficiario del derecho conferido por el intermediario en cuestión tuviera conocimiento o debiera haberlo tenido, de que tal derecho vulneraba los derechos de uno o varios titulares de cuentas. Artículo 20(2). Este es básicamente el mismo estándar de buena fe previsto en el artículo 18(1). El Convenio deriva al derecho no convencional los respectivos rangos en caso de otorgamiento de un derecho por parte de un intermediario con arreglo al artículo 13. Véanse los párrafos 196-197 posteriores.

2. Alternativas a adoptar mediante declaración

a. Declaración con respecto a la prelación de derechos otorgados en virtud de una inscripción contable

189. Un Estado Contratante puede declarar que un derecho que devenga oponible frente a terceros en virtud de una inscripción contable tenga prioridad sobre otros derechos otorgados en virtud de otros modos, con sujeción a la regla de prelación del artículo

19(4). Véase el párrafo 186 anterior. Para más información sobre la declaración facultativa del artículo 19(7), véanse el Memorándum de Declaraciones, Sección 4.E y el Formulario N° 5 adjunto.

b. Declaración con respecto a disposiciones normativas transitorias

190. Según la variante de la disposición transitoria del artículo 39(2), un Estado Contratante puede declarar que un derecho preexistente pueda conservar su rango en virtud del artículo 39(1) solamente si el derecho devino eficaz conforme al artículo 12 con anterioridad a la fecha de entrada en vigor del Convenio.

191. Los derechos preexistentes son definidos en el artículo 39(3)(a) como todos aquellos derechos contractuales, adquiridos en virtud del derecho no convencional, por un modo distinto al del abono en una cuenta de valores. La fecha pertinente se define en el artículo 39(3)(b) como la fecha indicada por el Estado Contratante en la declaración efectuada con arreglo al presente artículo, que no debe exceder del plazo de dos años desde la fecha en la que la mencionada declaración entre en vigor. Para más información sobre la declaración opcional del artículo 39(2), véanse el Memorándum de Declaraciones, Sección 4.J y Formulario N° 10 adjunto.

3. Cuestiones a tratar o clarificar

a. Derechos reales de garantía no contractuales

192. El artículo 19(5) deja a la ley aplicable la regulación del orden de prelación de los derechos reales de garantía no contractuales, por lo que un Estado Contratante debería reconsiderar toda norma de prelación aplicable para que sean compatibles y conformes con las políticas normativas materializadas en el Convenio.

193. En particular, un Estado Contratante debería considerar si las preferencias de todos o parte de los derechos reales de garantía no contractuales aplicables pueden ser objeto de modificaciones por medio de contrato. Véase el artículo 19(5)-(6)

194. Si el derecho no convencional de un Estado Contratante prevé, o si un Estado Contratante estudia la formulación de una ley que establezca que un intermediario, actuando como agente o corredor bursátil, obtenga un derecho real de garantía no contractual sobre unos valores para garantizar la obligación de pago por dichos valores por parte de un titular de cuenta, el Estado Contratante debería valorar la preferencia dada (o que pueda ser dada) a este derecho real de garantía. El Estado Contratante debería considerar dar mayor prioridad a tales derechos reales de garantía no contractuales, con sujeción a la aplicación del artículo 19(4).

195. Un Estado Contratante debería considerar si un derecho de embargo o un derecho o facultad similares previstos por el código civil de un Estado, el código de comercio, o por ambos, resulta aplicable sobre los valores intermediados en beneficio del intermediario pertinente. El Estado debería evaluar la claridad de tales disposiciones con respecto a su aplicabilidad o inaplicabilidad a los valores intermediados y, si procede, la prioridad de tal derecho o facultad.

b. Preferencias sobre los derechos otorgados mediante modos no convencionales

196. Si, y en la medida en que las normas de prelación aplicables a los derechos creados de acuerdo con el derecho no convencional de un Estado Contratante difieran de las disposiciones aplicables previstas por el Convenio, el Estado Contratante debería valorar su conformidad con respecto a las disposiciones del Convenio.

197. En particular, un Estado Contratante debería considerar la conformidad del orden de prelación de un derecho otorgado por un intermediario con arreglo al derecho no convencional (esto es, un derecho del artículo 13) para que sea compatible con el artículo 20(2).

c. Preferencias de derechos otorgados por un intermediario

198. Excepto en los casos de protección de un adquirente de buena fe previstos en el artículo 20(2), el Convenio no determina el resultado de una concurrencia de rangos entre los derechos de titulares de cuentas y un derecho efectivo otorgado por un intermediario en virtud de los artículos 12 o 13. Dicha concurrencia de rangos puede ocurrir, por ejemplo, en supuestos tales como el de un intermediario en situación de insolvencia y la aparición de déficits de valores. Puesto que corresponde a la ley aplicable resolver dicha concurrencia de rangos, un Estado Contractual puede querer valorar su legislación al respecto y, en particular, cómo este conflicto debería ser resuelto. Véanse el artículo 20(1) y el Comentario Oficial, párrafos 20-7 a 20-10.

PARTE V - INTEGRIDAD DE UN SISTEMA DE TENENCIA INTERMEDIADA

A. Prohibición de embargos en el nivel superior

Principio Legislativo 8: *el Convenio, salvo en limitadas excepciones, prohíbe cualquier embargo de valores intermediados de un titular de cuenta frente a o de modo que afecte a (a) una cuenta de valores de cualquier persona distinta del titular de cuenta, (b) el emisor de cualquier valor abonado en una cuenta de valores del titular de cuenta, o (c) una persona distinta del titular de cuenta o del intermediario pertinente.*

1. Principios y normas básicos del Convenio

199. Los principios y normas básicos son las siguientes:

- El Convenio prohíbe, con carácter general, los embargos en el nivel superior, salvo en las excepciones previstas por el artículo 22(3). Véase el artículo 22(1)
- La expresión “embargo en el nivel superior” se emplea normalmente cuando un acreedor de un titular de cuenta intenta embargar los valores abonados en una cuenta de valores mantenida por un intermediario que no es el intermediario pertinente del titular de cuenta/deudor.
- En otras palabras, el embargo en el nivel superior hace referencia al supuesto en que el acreedor persigue embargar en un nivel incorrecto de la cadena de tenencia.

200. La prohibición de embargos en el nivel superior se basa en una importante consideración de política normativa. Permitir estos embargos menoscabaría la capacidad de un intermediario de prestar sus funciones y perturbaría la integridad del sistema de tenencia de valores intermediados. Lo que debería evitarse es que una orden de embargo bloquee las cuentas de valores de otros

titulares de cuentas que no guarden relación alguna con el objeto del embargo. Si se permiten los embargos en el nivel superior, se podría provocar un bloqueo debido a que los intermediarios en el nivel superior habitualmente desconocen y son incapaces de determinar qué parte de los valores o de los valores intermediados son los respectivos valores que deberían quedar sujetos al embargo. Incluso en el caso de que los intermediarios en el nivel superior fuesen capaces de identificar los valores o los valores intermediados afectados, el hecho de permitir embargos en el nivel superior podría generar costes enormes para el intermediario pertinente en el nivel superior a la hora de identificar los valores o los valores intermediados afectados lo que podría impedir el eficiente funcionamiento del sistema de tenencia de valores intermediados. Los intermediarios en el nivel superior, por lo general, no son capaces de determinar si los valores o los valores intermediados afectados están sujetos a un derecho real de garantía o a una orden de embargo en el nivel del intermediario pertinente. La prohibición de embargos en el nivel superior asegura, por tanto, que los derechos de los titulares de dicho derecho real de garantía o del beneficiario del embargo no se vean afectados de manera perjudicial, y la excepción prevista para esta prohibición está pensada para los sistemas transparentes y para ser empleada con precaución. Véase el párrafo 203.

201. Esta política normativa es particularmente importante en los contextos transfronterizos, en la medida en que, si algunos sistemas permiten los embargos en el nivel superior, pero en otros no, se podría dañar seriamente la compatibilidad, y por ende la eficiencia, de la tenencia transfronteriza de valores intermediados.

202. La definición de embargo es amplia. El artículo 22(2) define “embargo de valores intermediados de un titular de cuenta” como “todo acto o procedimiento judicial, administrativo o de otro carácter que consista en bloquear, imponer restricciones o confiscar valores intermediados del titular de cuenta con el fin de satisfacer o ejecutar un fallo, una sentencia u otra resolución judicial, arbitral, administrativa o de otro carácter, o destinado a garantizar la disponibilidad de los valores intermediados para la satisfacción o ejecución de un fallo, sentencia o resolución futuras”.

2. Alternativas a adoptar mediante declaración

203. Como excepción a la prohibición general de embargos en el nivel superior, el artículo 22(3) admite una situación en la cual se permite un embargo frente a una persona distinta del intermediario pertinente. Este es a menudo el caso de aquellos modelos de tenencia (los llamados *sistemas transparentes*) donde el intermediario pertinente comparte sus funciones con un tercero. Véanse el artículo 7 y los párrafos 51 y 103 y ss. anteriores. Sin embargo, la excepción del artículo 22(3) puede además aplicarse en aquellos supuestos donde no hay patrones de tenencia contruidos sobre funciones compartidas en el sentido del artículo 7.

204. En concreto, un Estado Contratante podrá declarar que, de conformidad con su derecho no convencional, un embargo de valores intermediados de un titular de cuenta efectuado frente a o que pudiera afectar a una persona distinta del intermediario pertinente, produce efectos igualmente frente al intermediario pertinente. Esta declaración debe igualmente identificar a esa otra persona bien por su nombre bien por una determinada categoría, y debe especificar el momento a partir del cual un embargo produce sus efectos frente al intermediario pertinente.

205. La razón de ser de esta excepción yace en el propio fin general de la prohibición de embargos en el nivel superior (esto es, que los embargos en el nivel superior causen un riesgo de perturbación de la cadena de tenencia). Este efecto perjudicial puede, no obstante, evitarse cuando la ley aplicable proporcione mecanismos especiales de salvaguarda que eviten dicha perturbación, concretamente, mediante la existencia de mecanismos de reconciliación que permitan al intermediario pertinente y a la otra persona comunicarse entre ellos, y el establecimiento de procedimientos que aseguren que un embargo efectuado a nivel de una entidad conste reflejado correctamente en las cuentas mantenidas por la otra entidad.

206. En un gran número de casos (probablemente en su mayoría), un Estado Contratante que hace una declaración en virtud del artículo 22(3) tendrá que hacer también una declaración en virtud del artículo 7(1) sobre la distribución de las funciones

de intermediación. Pero el artículo 22(3) no limita su aplicabilidad a estos Estados Contratantes, puesto que se basa en el presupuesto de que un Estado Contratante que ha optado por hacer una declaración en virtud del artículo 22(3), lo hace racionalmente, y sólo si el sistema implantado (a través del uso de tecnologías de la información o de cualquier otro modo) asegura, que los problemas y riesgos que el artículo 22(2) intenta evitar, son correctamente tratados.

207. Cuando se realiza una declaración en virtud del artículo 22(3), esta debe identificar la otra persona, bien por el nombre, bien por la categoría. Además, la declaración debe precisar el momento a partir del cual el embargo surte efectos frente al intermediario pertinente. Este último requisito demuestra que la cuenta relevante a tomar como referencia es, en todos los casos, aquella mantenida para el deudor por el intermediario pertinente. Solamente si, y cuando el embargo de los valores intermediados vinculado al abono en dicha cuenta surta efectos jurídicos, se podrán bloquear, restringir o confiscar válidamente los valores intermediados. Hasta ese momento, tales valores intermediados pueden ser objeto de disposición. Para más información sobre las declaraciones facultativas en virtud de los artículos 7 y 22(3), véanse el Memorándum de Declaraciones, Sección 4.C y los Formularios 3.A y 3.B adjuntos (sobre el artículo 7) y la Sección 4.F y los Formularios N° 6 (sobre el artículo 22(3)).

3. Cuestiones a tratar o clarificar

208. Para hacer una declaración en virtud del artículo 22(3), un Estado Contratante debería asegurarse de que, con arreglo a su derecho no convencional, un embargo de valores intermediados de un titular de cuenta efectuado frente a, o que pudiera afectar a una persona distinta del intermediario pertinente tenga también efectos frente al intermediario pertinente. Si el intermediario pertinente es una entidad extranjera, el embargo efectuado frente a o que pudiera afectar a una persona distinta del intermediario pertinente debería, no obstante, ser permitido solamente si produce efectos frente al intermediario pertinente en virtud de la ley aplicable o como resultado de un consentimiento o un contrato.

B. Prevención de déficits de valores y afectación de valores

Principio Legislativo 9: el Convenio exige a los intermediarios evitar los déficits de valores, concretamente mediante la tenencia o disponibilidad suficiente de valores para cubrir los abonos en las cuentas de valores que tales intermediarios lleven. La legislación debería regular el método, la manera y el marco temporal para el cumplimiento de esta obligación.

El Convenio obliga también a los intermediarios a que los valores queden afectos a los derechos de los titulares de cuentas. La legislación debe establecer una forma específica de segregación como método de afectación.

1. Principios y normas básicos del Convenio

209. Los principios y normas básicos son las siguientes:

- Un intermediario debería mantener o tener disponibles valores suficientes para cubrir los abonos anotados en las cuentas de valores que mantenga. Artículo 24.
- Un intermediario debería hacer que los valores estén afectos a los derechos de sus titulares de cuentas. Un mecanismo habitual de hacerlo es mediante la segregación. Artículo 25.

210. Es fundamental para la integridad de un sistema de tenencia de títulos intermediados que se eviten los déficits de valores tanto como sea posible, se proporcionen mecanismos de corrección cuando estos ocurran, y existan normas de distribución de pérdidas de valores por déficits de los mismos en una situación de insolvencia. El Convenio examina estas cuestiones en los artículos 24-26. El legislador debería asegurarse de que los intermediarios mantienen o tienen disponibles valores suficientes (artículo 24) y que los valores se encuentran afectos a sus titulares de cuentas, concretamente por medio de la segregación (artículo 25). Los párrafos 264-265 y 268 posteriores se ocupan de las normas del Convenio en relación con la distribución de pérdidas en caso de un procedimiento de insolvencia (artículo 26) y las diferentes soluciones.

a. Valores suficientes

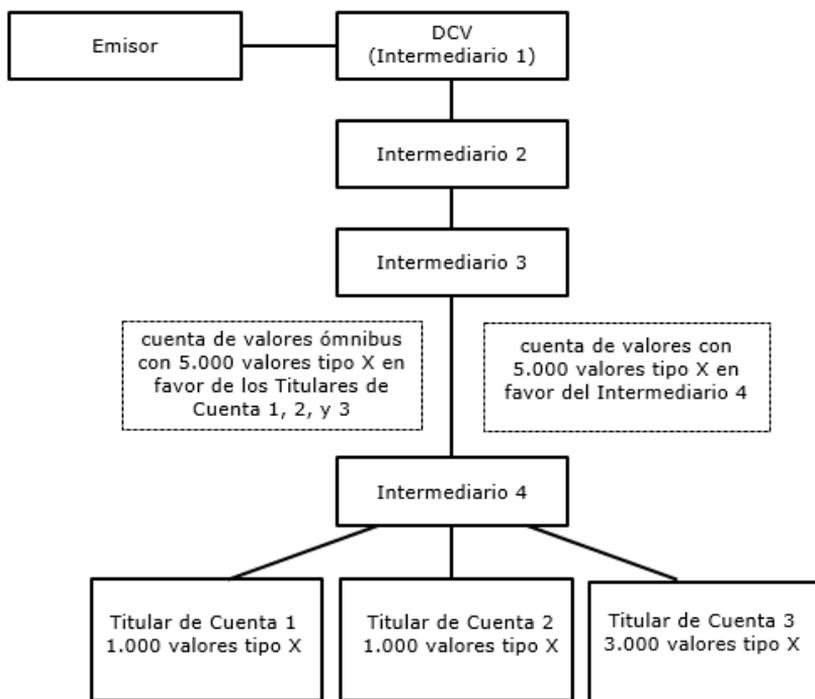
211. El legislador debería garantizar que todo intermediario mantiene o tiene disponibles valores suficientes para cubrir los abonos anotados en las cuentas de valores que tal intermediario mantiene o, en términos más técnicos y precisos, que “mantiene o tiene disponible un número o cantidad totales de valores y valores intermediados equivalente en número o en cantidad a la suma del número o de la cantidad de valores de esta categoría abonados en: (a) las cuentas de valores que ese intermediario mantiene para sus titulares de cuentas distintos de sí mismo; y (b) en su caso, las cuentas de valores que mantiene por cuenta propia”. Artículo 24(1).

b. Afectación

212. Además de garantizar que los intermediarios mantienen o tienen disponibles valores y valores intermediados suficientes (artículo 24), el legislador debería también asegurarse de que estos valores queden afectos a los derechos de los titulares de cuentas del intermediario en cuestión (artículo 25). Esta afectación es un importante mecanismo para la determinación de *qué activos pertenecen a quién*. La afectación debería producirse con los titulares de cuentas y no con intermediario en sí mismo. El principio subsidiario establecido en el Convenio es que los valores se consideran afectos a los titulares de cuentas hasta una suma agregada equivalente al número o cantidad de valores abonados en sus cuentas, y que estos valores no quedan disponibles para los acreedores del intermediario en caso de un procedimiento de insolvencia. Los Estados pueden, no obstante, desviarse de este principio mediante una declaración.

213. El Convenio no regula exactamente cómo se lleva a cabo la afectación, aspecto que se deja por tanto al legislador nacional. Artículo 25(3). Sin embargo, el Convenio menciona el método que comúnmente se aplica: la segregación. Artículo 25(4). Se pueden distinguir dos tipos de segregación en un contexto de tenencia de valores a través de cuentas en el nivel superior. En el primer método, el de la *cuenta colectiva ómnibus*, los valores de una determinada categoría mantenidos por el intermediario por su propia cuenta se distinguen de todos aquellos otros de esa misma

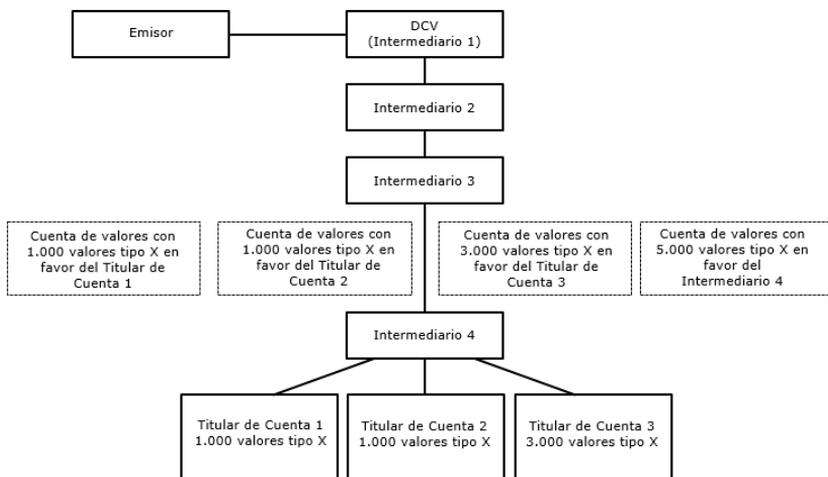
categoría anotados en la misma cuenta ómnibus pero que mantiene por cuenta de sus titulares de cuenta. En el segundo método, el de la *segregación individual*, se hace una distinción individual entre aquellos valores propios del intermediario y aquellos otros que pertenecen a otros titulares de cuentas concretas o a determinados grupos de titulares de cuentas, individualmente. A pesar de ser diferentes, ambos métodos de segregación se pueden combinar: un intermediario puede custodiar valores de una cierta categoría para (a) sí mismo, (b) por cuenta de uno o más titulares de cuentas, individualmente, y (c) por cuenta de los restantes titulares de cuentas a través de una cuenta ómnibus.



Esquema 213-1: cuenta ómnibus.

En el esquema 213-1, el Intermediario 4 custodia 10.000 valores tipo X en dos cuentas con el Intermediario 3. Una cuenta ómnibus contiene 5.000 valores tipo X custodiados por cuenta de los Titulares de Cuentas 1, 2, y 3; otra cuenta contiene 5.000 valores

tipo X que el Intermediario 4 custodia por su propia cuenta. El Intermediario 3 solamente conoce al Intermediario 4, pero desconoce la identidad de los Titulares de Cuentas 1, 2, y 3.



Esquema 213-2: segregación individual.

En el esquema 213-2, el Intermediario 4 mantiene, individualmente, cuentas con el Intermediario 3 para cada uno de sus titulares de cuentas, así como para los valores que posee para sí mismo. El Intermediario 3 conoce la identidad del Intermediario 4 y de sus titulares de cuentas. Para que la segregación individual sea eficaz a lo largo de la cadena, se debe extender a los niveles superiores de la cadena (Intermediario 2, etc.).

2. Alternativas a adoptar mediante declaración

a. Valores suficientes

214. El Convenio ni exige ni permite declaraciones con respecto a la obligación de mantener o tener disponibles valores suficientes.

b. Afectación

215. La regla subsidiaria del Convenio es que los valores que están disponibles en virtud del artículo 24 quedan, *ex Conventione*, afectos a sus titulares de cuentas y son indisponibles por parte de los acreedores del intermediario en caso de procedimiento de insolvencia. Sin embargo, un Estado puede optar por proteger al resto de acreedores del intermediario en lugar de sus titulares de cuentas otorgando “*efectos dominicales*” a la segregación hecha por un intermediario sobre aquellos valores que posee por cuenta propia. Si el derecho no convencional de un Estado así lo prevé y se hace una declaración a tal fin, solamente aquellos valores afectos a los titulares de cuentas del intermediario quedarán disponibles para tales titulares de cuentas, mientras que el resto de valores *por cuenta propia* quedarán disponibles para los demás acreedores del intermediario. Para más información sobre la declaración facultativa en virtud del artículo 25(5), véanse el Memorándum de Declaraciones, Sección 4.G y el Formulario N° 7 adjunto, y el Comentario Oficial, párrafo 25-20 y ex. 25-6.

3. Cuestiones a tratar o clarificar

a. Valores suficientes: métodos disponibles, marco temporal para las medidas, afectación de costes y consecuencias

216. El legislador debería pronunciarse sobre los diferentes métodos que existen para cumplir con la obligación de mantener o tener disponibles valores suficientes. Los diferentes modos aparecen listados en el artículo 24(2) e incluyen la inscripción de los valores en el registro del emisor (ya sea en nombre o por cuenta de los titulares de cuentas o por cuenta propia del intermediario), la posesión de títulos físicos u otros documentos acreditativos del título sobre los valores, la posesión de los valores intermediados en otro intermediario, o cualquier otro modo adecuado. La idoneidad de estos métodos depende de la configuración del sistema intermediado en cuestión.

217. El legislador debería, además, considerar el marco temporal dentro del cual medidas correctoras frente al incumplimiento oportuno de la obligación de mantener o tener disponibles valores suficientes deberían ponerse en marcha. Artículo 24(3). Tales medidas correctoras, para compensar la diferencia, podrían incluir que un intermediario compre valores o valores intermediados en el mercado o de uno o más de sus titulares de cuentas, o use un acuerdo de préstamo de valores con el fin de pedir prestados valores o valores intermediados en el mercado o de sus titulares de cuentas. Nuevamente, el principio decisorio acerca del marco temporal a tener en cuenta depende de la configuración del sistema en cuestión. Algunos sistemas prevén una relación indisociable entre los abonos y los adeudos (la denominada *regla de no hay abono sin adeudo*) y cualquier falta de correlación dentro del sistema es por tanto imposible desde el punto de vista teórico. Otros sistemas prevén un cierto margen de maniobra siempre y cuando haya una forma de respaldo financiero para proteger a los titulares de cuentas.

218. Otra cuestión cuya regulación se deja a discreción del legislador nacional es la de la imputación de los costes derivados de las medidas correctoras y de cualesquiera otras consecuencias derivadas del incumplimiento de la obligación de mantener o tener disponibles valores suficientes. Artículo 24(4).

b. Afectación y Segregación

219. El legislador debería decidir sobre los métodos de afectación disponibles, incluyendo la segregación. Véanse los párrafos 212-213 anteriores.

C. Los sistemas de compensación y los sistemas de liquidación de valores

Principio Legislativo 10: el Convenio reconoce la importancia sistémica de los sistemas de compensación y liquidación de valores, y en algunos casos, permite derogaciones de las disposiciones del Convenio siempre que la ley aplicable al sistema en cuestión lo permita. La legislación debería solamente permitir derogaciones de las disposiciones del Convenio en aquellos casos donde tales derogaciones sean necesarias para garantizar la integridad de los sistemas de compensación y liquidación de valores locales.

La legislación debería determinar con claridad cuándo una instrucción o una operación devienen irrevocables y son firmes dentro del sistema de compensación y liquidación de valores, a pesar de un procedimiento de insolvencia del gestor del sistema o de alguno de sus participantes.

1. Principios y normas básicos del Convenio

220. Los principios y normas básicos son las siguientes:

- El Convenio ofrece definiciones de un SCV y un SLV. Véanse los artículos 1(n) y 1(o) y, para mayor detalle, véanse el párrafo 70 anterior y el Glosario.
- Solamente aquellos SCV o SLV que (a) sean esenciales para la reducción del riesgo para la estabilidad del sistema financiero (esto es, instituciones de importancia sistémica), y (b) hayan sido identificados como un SCV o SLV en virtud de una declaración del Estado Contratante, pueden calificarse como tales en virtud del Convenio.

221. El funcionamiento eficaz y seguro de los sistemas de importancia sistémica exige de normas y procedimientos internos que sean susceptibles de ser ejecutados con un alto grado de certidumbre y estén ajustados a su concreto marco jurídico. Esta es la razón por la cual los artículos 9(1)(c), 10(2)(c), (e), (f), 15(1), 16, 18(5), 23(2)(e), 24(4), 26(3), 27(a)-(b), 28(1)-28(2) y 28(3) del Convenio establecen que las reglas uniformes de un SLV

puedan contener reglas que deroguen bien el Convenio bien las leyes ordinarias de un Estado Contratante. El legislador debería, por tanto, considerar seriamente el establecimiento de un SCV o un SLV como una parte integral de la infraestructura necesaria para el funcionamiento del sistema de tenencia de títulos intermediados.

222. Los SLV que cumplan con los requisitos anteriores pueden beneficiarse de las excepciones del Convenio. Aunque el SLV, en sus relaciones con el emisor, es identificado en algunos sistemas como un DCV, la realidad es que el SLV es una infraestructura de mercado financiero completamente diferente y con una función también diferente de la del propio DCV. Salvo en aquellos sistemas donde el SLV es además el DCV, ambas infraestructuras de mercado financiero colaboran estrechamente con el fin de preservar la eficiencia e integridad del sistema de tenencia de valores intermediados. En la medida en que estas relaciones abarcan la constitución, inscripción y reconciliación de valores directamente frente al emisor, de conformidad con el artículo 6, se encuentran excluidas del ámbito de aplicación del Convenio.

223. El artículo 27, adicionalmente, regula los efectos jurídicos aplicables a los SCV o los SLV al establecer la irrevocabilidad de las instrucciones y el carácter definitivo de las inscripciones en un escenario de procedimiento de insolvencia de un participante en el sistema o del propio gestor del sistema. La irrevocabilidad y el carácter definitivo importan porque la liquidación de valores en un SLV o un SCV son especialmente vulnerables a las anulaciones en un escenario de apertura de procedimiento de insolvencia. A menudo existe un retraso entre la introducción de las instrucciones y la finalización del proceso de novación, compensación y liquidación, por lo que la revocación de las instrucciones una vez que han sido introducidas, puede generar problemas prácticos de carácter significativo por culpa de la anulación de obligaciones ya compensadas o posiciones ya liquidadas con efectos potencialmente sistémicos. Con el fin de evitar tales efectos, se precisa asegurar que las órdenes de transmisión introducidas en un sistema puedan ser liquidadas y que las anotaciones en cuenta continúen siendo eficaces con independencia de si un participante o un gestor del sistema cae en

un procedimiento de insolvencia. Véase el Comentario Oficial, párrafos 27-20 y ss.

2. Alternativas a adoptar mediante declaración

224. Para garantizar la predictibilidad para los intermediarios, resulta importante que estos puedan identificar fácilmente si una entidad o sistema puede derogar las normas del Convenio en virtud de la ley aplicable al sistema o por medio de las reglas uniformes. A tales efectos, el Convenio permite que cada Estado Contratante identifique, por medio de una declaración, los SCV o los SLV que quedan sometidos al Convenio, con el efecto de extender a aquellos sistemas que sean específicamente identificados el reconocimiento ofrecido por el Convenio a las reglas uniformes de un SCV o de un SLV.

225. Solamente el Estado Contratante cuyas normas regulen el sistema, está facultado para hacer una declaración y no el Estado Contratante cuyas normas regulen el acuerdo entre el SCV o el SLV y sus participantes (si se trata de Estados diferentes).

226. Solamente los SCV y los SLV, que son esenciales para la reducción del riesgo para la estabilidad del sistema financiero, pueden ser identificados. Esto significa que solamente instituciones de importancia sistémica pueden ser identificados en la declaración. Para más información sobre las declaraciones facultativas en virtud de los artículos 1(n)(iii) y 1(o)(iii), véanse el Memorándum de Declaraciones, Sección 4.A y el Formulario N° 1 adjunto, y el Comentario Oficial, párrafo 1-106.

3. Cuestiones a tratar o clarificar

227. El legislador debería, en lo que concierne a cada caso de los mencionados en el párrafo 221, evaluar en detalle qué derogaciones al Convenio o a su derecho nacional se deben permitir para el funcionamiento de los SCV y los SLV. Teniendo en cuenta las complejidades asociadas a los SCV y los SLV, el legislador tiene a su disposición las referencias al Comentario Oficial contenidas en el Anexo 4 sobre las reglas uniformes de los SCV y los SLV así como las directrices especializadas

proporcionadas, entre otros, por el BPI y la OICV, incluyendo los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero.

228. En línea con tales directrices, los Estados Contratantes deberían permitir las derogaciones de las disposiciones del Convenio solamente si tales derogaciones son esenciales para asegurar la integridad del SCV o el SLV en función de su importancia sistémica.

229. De acuerdo con el párrafo 223 anterior, se anima a los Estados Contratantes a introducir normas sobre la irrevocabilidad de las instrucciones y el carácter definitivo de las inscripciones con respecto a las operaciones ya liquidadas por medio de un SCV o un SLV y, en particular, en el caso de un procedimiento de insolvencia de un participante del SCV o SLV, o del propio SCV o SLV, con el fin de garantizar la integridad de los sistemas financieros nacionales e internacionales.

D. Emisores

Principio Legislativo 11: el Convenio, con carácter general, no trata las relaciones entre los titulares de cuentas y los emisores. La legislación debería definir claramente las personas facultadas para ejercer los derechos derivados de los valores frente al emisor y las condiciones para dicho ejercicio. La legislación debería facilitar el ejercicio de tales derechos por parte del titular real de la cuenta, permitiendo, en particular, que los intermediarios que actúan en representación de los titulares de cuentas ejerzan en distintos sentidos los derechos de voto u otros derechos, y debería también reconocer la tenencia por medio de representantes distintos de los intermediarios (por ejemplo, representantes en nombre propio (nominees)).

En caso de procedimiento de insolvencia de un emisor, el Convenio prevé que un titular de cuenta no resulte privado de ejercer un derecho de compensación por el mero hecho de que los valores que posee lo sean a través de intermediarios.

1. Principios y normas básicos del Convenio

230. Los principios y normas básicos son los siguientes:

- El Convenio no regula, con carácter general, las relaciones entre los titulares de cuentas y los emisores. Artículo 8.
- Sin embargo, el Convenio contiene una serie de excepciones al principio anterior que son valoradas como necesarias para conseguir la compatibilidad de los sistemas de tenencia de valores intermediados presentes en el mundo. Artículos 29 y 30.
- Los Estados Contratantes deberían permitir la tenencia de valores admitidos a negociación en un mercado bursátil o en un mercado regulado a través de un p o más intermediarios, así como el ejercicio efectivo de los derechos derivados de los valores poseídos de esta manera; en particular, los Estados Contratantes deben reconocer la tenencia de valores por una persona que actúe en nombre propio pero por cuenta de otra persona o personas, y deben permitir a dicha persona o personas ejercer en sentidos distintos los derechos al voto u otros derechos. Artículo 29.
- En caso de un procedimiento de insolvencia del emisor, los Estados Contratantes no deberían discriminar entre valores no intermediados e intermediados con respecto a los derechos de compensación que pudieran existir. Artículo 30.

231. En línea con el párrafo 24 anterior, los valores confieren a los inversores determinados derechos a los que el Convenio se refiere como “*los derechos derivados de los valores*”. Véanse, por ejemplo, los artículos 8(2), 9(1)(a).

232. Los inversores deben poder ejercer los derechos derivados de los valores. En sistemas de tenencia intermediada, sin embargo, los inversores pueden ver impedido el ejercicio directo de tales derechos frente al emisor, ya que la persona que consta en el registro del emisor o en el CDV (cuando esta institución sustituya a aquel registro) puede no ser el titular real de la cuenta. Los emisores podrían desconocer quienes son los inversores y, en consecuencia, los inversores pueden no estar facultados para ejercer los derechos derivados de los valores directamente frente a los emisores.

233. En este contexto, el Convenio toma como punto de partida la diferencia entre el ejercicio de los derechos derivados de los valores (a) directamente frente al intermediario pertinente, y (b) directamente frente al emisor. El Convenio se centra en la relación entre el titular de cuenta y su intermediario, y establece que los derechos derivados de los valores pertenecen al titular de cuenta, y que el intermediario debe asegurar el ejercicio de tales derechos. Véanse los artículos 9-10 y la Parte III.A-B anteriores.

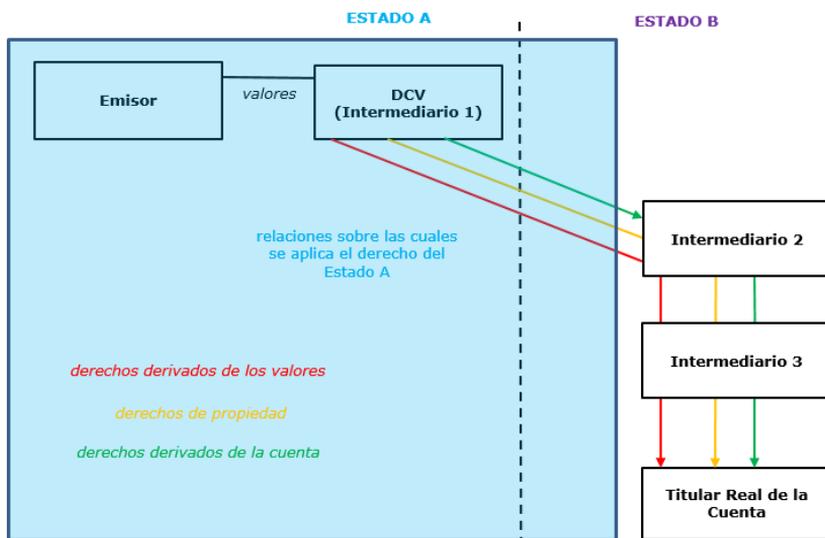
234. Sin embargo, el Convenio no se ocupa, en principio, de la relación entre los titulares de cuentas y los emisores. El artículo 8 consagra este principio. Por un lado, desde un punto de vista del titular de cuenta, el Convenio no afecta a ningún derecho del titular de cuenta frente al emisor de los valores. Artículo 8(1). Por otro lado, desde un punto de vista del emisor, el Convenio no determina qué persona debe el emisor reconocer como accionista, obligacionista o cualquier otra persona facultada para disfrutar y ejercer los derechos derivados de los valores. Artículo 8(2).

235. El Convenio se muestra, por tanto, neutral con respecto a si los derechos derivados de los valores deben de ser ejercidos por el titular real de la cuenta, su intermediario o cualquier otro intermediario situado en el nivel superior. Esta es una cuestión que queda regulada por la ley aplicable a los valores. Esta ley igualmente rige las condiciones por las cuales tales derechos se ejercen. Por ejemplo, la ley reguladora del emisor debe establecer que, cuando los socios ejercen sus derechos de voto mediante representación, se debe preparar aquella documentación para la válida delegación del voto, firmada y presentada ante el emisor dentro de un determinado número de días antes de la celebración de la junta general. Estas normas no se ven afectadas por el Convenio.

236. Normalmente, esta ley será la del emisor con respecto a los socios, y la ley reguladora de las obligaciones con respecto a los obligacionistas (ambos, en ocasiones referidos como la ley reguladora de los valores). Esta ley puede ser la ley de un Estado Contratante o no Contratante. Este es el motivo por el cual el artículo 9(1)(c) se refiere en esta cuestión, entre otras, a la ley aplicable y los términos y condiciones que rigen los valores.

237. Tanto el socio o como el obligacionista deben estar en posición de poder ejercer los derechos derivados de los valores. El ejercicio de tales derechos puede realizarse, en virtud de la ley aplicable, directamente a través de intermediarios o a través de representantes distintos de los intermediarios (esto es, por un representante en nombre propio (*nominee*)).

238. Tal y como se muestra en el esquema 238-1 inferior, por ejemplo, un titular de cuenta tiene una cuenta de valores con un intermediario. La cuenta está localizada en el Estado B, pero los valores abonados en dicha cuenta son emitidos en virtud del derecho del Estado A. El Convenio guarda silencio sobre si el titular real de la cuenta, su Intermediario (3) o cualquier otro intermediario en el nivel superior (Intermediario 2 o el DCV (Intermediario 1) están facultados directamente frente al emisor para ejercer los derechos derivados de estos valores. El derecho del Estado A puede, por ejemplo, solamente reconocer como socios a las personas cuyos nombres aparecen inscritos en el registro del emisor en una fecha determinada. A menos que y hasta que el nombre del titular de cuenta aparezca en dicho registro, el emisor no está obligado a tratar aquel titular real de la cuenta como socio. Esto significa que los derechos del titular de cuenta sobre los valores son efectivos frente al intermediario y frente a terceros (véase el artículo 9), pero el titular de cuenta no estará facultado para ejercer estos derechos frente al emisor.



Esquema 238-1: aplicación del derecho del Estado A a las relaciones entre el emisor y el DCV (Intermediario 1) y el DCV y el Intermediario 2.

239. En el caso de que el titular de cuenta, no obstante, no se encontrara facultado para ejercer los derechos derivados de los valores frente al emisor en virtud de la ley que rige tales valores, el artículo 10 establece que los intermediarios deben adoptar las medidas adecuadas para permitir que sus titulares de cuentas disfruten y ejerzan estos derechos. A modo de ejemplo de estas medidas, los intermediarios deberían ejercer los derechos de voto de los titulares de cuentas de acuerdo con sus instrucciones, o deberían ser designados como delegados para que asistan y voten en la junta general.

240. Los artículos 29 y 30 incluyen excepciones al principio contenido en el artículo 8. Aunque el Convenio no se aplica con carácter general a las relaciones entre emisores y titulares de cuentas, los artículos 29 y 30 prevén ciertas excepciones a este principio consideradas necesarias para lograr la compatibilidad de los sistemas de tenencia de valores intermediados a nivel mundial.

241. El artículo 29(1) establece un elemento que resulta fundamental para el buen funcionamiento de los mercados

bursátiles o regulados, en particular, para garantizar la compatibilidad transfronteriza de varios modelos de sistemas de tenencia: el reconocimiento de sistemas de tenencia intermediada. Los Estados Contratantes deben permitir que valores negociados en mercados organizados (esto es, aquellos valores admitidos a negociación en plataformas de negociación o en mercados regulados del Estado Contratante correspondiente) puedan ser poseídos por medio de uno o más intermediarios, y se reconozca el ejercicio efectivo de los derechos derivados de estos valores, y que tal reconocimiento funcione para todos los modelos, así como sistemas mixtos y transparentes, descritos en la Parte I.B anterior. Los Estados Contratantes, sin embargo, no están obligados a exigir que todos los valores sean emitidos en condiciones que sean susceptibles de ser poseídos por medio de intermediarios. Véase el artículo 29(1) *in fine*.

242. Además, el artículo 29(2) añade que los Estados Contratantes deberán reconocer la tenencia de valores por una persona que actúe en su propio nombre, pero por cuenta de terceros, y permitir que dicha persona ejerza en sentidos distintos los derechos de voto u otros derechos. En particular, en escenarios transfronterizos, es común que los intermediarios actúen en su propio nombre (como *nominees*) pero también por cuenta de terceros (los beneficiarios). El propósito de esta disposición es asegurar el reconocimiento de un modelo de tenencia por medio de *representantes* con el fin de asegurar la interoperabilidad de los diferentes sistemas.

243. El Convenio, no obstante, no excluye que el derecho no convencional establezca ciertas condiciones para que una persona (el representante en nombre propio o *nominee*) quede facultada para ejercer estos derechos. Por ejemplo, el derecho que rija la emisión (aquel del Estado A en el esquema 238-1) puede exigir al representante en nombre propio (*nominee*) que declare los nombres de sus clientes para poder votar en sentidos distintos.

244. El artículo 30 prevé una regla de igualdad entre los valores intermediados y no intermediados con respecto a la compensación, pero solamente en lo que concierne a un procedimiento de insolvencia del emisor. Si un derecho de compensación hubiera existido y hubiera podido ser ejercido en

un contexto de no intermediación (por ejemplo, cuando los inversores tienen un certificado de las obligaciones), estos derechos deben, del mismo modo, poder existir y ser reconocidos en aquellos casos en los que los valores son poseídos a través de uno o varios intermediarios. El alcance de esta disposición es muy limitado, puesto que evita que los Estados Contratantes discriminen únicamente *por el mero hecho* de la intermediación. Que los derechos de compensación existan y sean ejecutables en un procedimiento de insolvencia del emisor queda al margen del ámbito de aplicación del Convenio.

2. Alternativas a adoptar mediante declaración

245. El Convenio ni exige ni permite declaraciones con respecto a las cuestiones discutidas en esta sección.

3. Cuestiones a tratar o clarificar

246. El derecho no convencional debe definir las personas facultadas para ejercer los derechos derivados de los valores directamente frente al emisor y las condiciones para ello en situaciones en las que los valores son poseídos a través de uno o más intermediarios. Desde un punto de vista de conflicto de leyes, el Estado Contratante debería dejar claro que estas disposiciones solamente se aplican a los valores gobernados por su propia legislación. Véase, con carácter general, la Parte VIII posterior.

247. Las condiciones para el ejercicio de estos derechos directamente frente al emisor deberían determinarse con claridad para garantizar la seguridad jurídica y la predictibilidad (a) para el emisor, en relación concretamente a quién se está obligado a reconocer como facultado para el ejercicio de los derechos; (b) y para los intermediarios y los titulares de cuentas, concretamente con respecto a quiénes están facultados para ejercer los derechos frente al emisor. Esto incluye la determinación de la fecha relevante para la identificación de la persona facultada con respecto a un evento societario específico.

248. Además, el derecho no convencional debería facilitar el ejercicio de los derechos derivados de los valores por parte de los titulares reales de las cuentas, en particular, mediante el

establecimiento de un proceso de delegación del derecho de voto que sea transparente, fácil y eficaz. En consecuencia, si la persona facultada para el ejercicio de los derechos societarios frente al emisor actúa como un representante en nombre propio (*nominee*), la legislación debería establecer claramente bajo qué condiciones esta persona puede ejercer los derechos derivados de los valores en representación de sus clientes.

249. La legislación debería también regular que los representantes en nombre propio (*nominees*) no sean privados de otorgar una delegación de voto a cada uno de sus clientes o a terceros designados por un cliente.

250. Como corolario al reconocimiento de los sistemas de tenencia de valores intermediados, el derecho no convencional debería asegurar un principio general de no discriminación con respecto al ejercicio de los derechos derivados de los valores que vaya más allá del simple ejercicio de los derechos de voto. La legislación que rige los valores no debería discriminar en el ejercicio de los derechos derivados de los valores por la simple razón de que los valores son tenidos a través de una cuenta de intermediarios. Y este principio debería aplicarse no solamente a los métodos de representación por *nominees*, sino también a otros sistemas alternativos de tenencia indirecta de valores (por ejemplo, por medio de cuentas ómnibus).

PARTE VI - PROTECCIÓN EN CASO DE PROCEDIMIENTO DE INSOLVENCIA

Principio Legislativo 12: *el Convenio establece importantes disposiciones relacionadas con los procedimientos de insolvencia en materia de derechos que devienen oponibles frente a terceros, y prevé normas de distribución en caso de déficits de valores de titulares de cuentas. Sin embargo, la legislación debería tratar otros importantes y pertinentes aspectos en materia de derecho de insolvencia y regulatorio que el Convenio deja a esta.*

A. Principios y normas básicos del Convenio

251. Los principios y normas básicos son los siguientes:

- El Convenio regula, con carácter general, la oponibilidad de los derechos que devienen eficaces en virtud de los artículos 11, 12, o 13 frente al administrador concursal y los acreedores en un procedimiento de insolvencia. Artículo 14.
- El Convenio determina, aunque parcialmente, la prelación entre el beneficiario de una garantía otorgada por el intermediario y sus titulares de cuentas. Artículo 20 y véase el párrafo 188 anterior.
- El Convenio aborda, con carácter general, la oponibilidad de los derechos que devienen eficaces en virtud de los artículos 11, 12, o 13 frente al administrador concursal y a los acreedores en un procedimiento de insolvencia del intermediario pertinente. Artículo 21.
- El Convenio prevé un mecanismo de distribución de pérdidas en caso de déficits de valores abonados en las cuentas de valores de los titulares de cuentas en caso de un procedimiento de insolvencia de un intermediario. Artículo 26.

- El Convenio protege los efectos jurídicos derivados de la aplicación de ciertas disposiciones de las reglas uniformes aplicadas para el funcionamiento de los SCV y SLV frente a aquellas consecuencias adversas que se deriven del procedimiento de insolvencia del gestor del sistema o de un participante del mismo. Artículo 27.

1. La oponibilidad en el procedimiento de insolvencia en general

252. El artículo 14(1) dispone expresamente que los derechos que devienen eficaces frente a terceros en virtud del artículo 11 y 12 son oponibles en un procedimiento de insolvencia.

253. El artículo 14(2) exige que el artículo 14(1) no afecte a las normas materiales o procesales aplicables en virtud de un procedimiento de insolvencia, tales como aquellas existentes en relación al orden de prelación de las clases de créditos, las facultades de rescisión de cualquier preferencia o acto de disposición hecho en fraude de acreedores, o la ejecución de derechos sobre bienes sometidos al control o la supervisión del síndico o administrador concursal.

254. El artículo 14(3) dispone que el artículo 14(1) no se aplique a los casos de procedimiento de insolvencia de un intermediario a los que se refiere el artículo 21.

255. En virtud del artículo 14(4), el Convenio no perjudica la oponibilidad frente a terceros, en el marco de un procedimiento de insolvencia, de cualquier derecho que devenga efectivo en virtud del artículo 13.

2. La oponibilidad en el procedimiento de insolvencia del intermediario pertinente

256. El artículo 21(1) dispone expresamente que los derechos que devienen eficaces frente a terceros en virtud de los artículos 11 y 12 son oponibles en un procedimiento de insolvencia del intermediario pertinente.

257. El artículo 21(2) establece que el artículo 21(1) no afectará a las normas jurídicas aplicables en un procedimiento de insolvencia del intermediario pertinente relacionadas con la rescisión de preferencias o actos de disposición hechos en fraude de acreedores, ni a las normas procesales relativas a la ejecución de derechos sobre bienes que estén bajo el control o a la supervisión del administrador concursal. Las excepciones en el artículo 21(2) son más restringidas que aquellas previstas por el artículo 14(2).

258. El artículo 21(3) dispone que, en el marco de un procedimiento de insolvencia, nada de lo previsto por el artículo 21 impedirá la oponibilidad frente a terceros de un derecho constituido eficazmente en virtud del artículo 13.

3. Distribución de pérdidas en caso de procedimiento de insolvencia del intermediario

259. El artículo 26 se aplica en relación con la distribución de pérdidas, salvo disposición aplicable con la que entre en conflicto en el procedimiento de insolvencia de un intermediario. Artículo 26(1).

260. Si los valores de una determinada categoría (esto es, de una emisión en particular) afectan con arreglo al artículo 25, resultan insuficientes para cubrir los valores de esa determinada categoría abonados en las cuentas de valores, el déficit será soportado (a) por el titular de cuenta, cuando los valores estén afectos a este único titular de cuenta; y (b) en cualquier otro caso, por los titulares de cuentas a cuyos derechos esos valores estén afectos en proporción al número o a la cantidad total de los valores de la misma categoría que estén abonados en sus cuentas de valores. Artículo 26(2). Esto es, se hace un reparto a *pro rata* para cada emisión en particular.

261. Si el intermediario es el gestor de un SLV, las reglas uniformes de dicho SLV determinan quién soporta el déficit si las reglas así lo estipulan.

B. Alternativas a adoptar mediante declaración

262. Los artículos principalmente aquí tratados no implican alternativas a adoptar por declaración. Sin embargo, la declaración facultativa prevista por el artículo 25(5) en relación con la segregación resulta relevante en el contexto de un procedimiento de insolvencia del intermediario. Véanse los párrafos 212 y 215 anteriores, y 270 posterior.

C. Cuestiones a tratar o clarificar

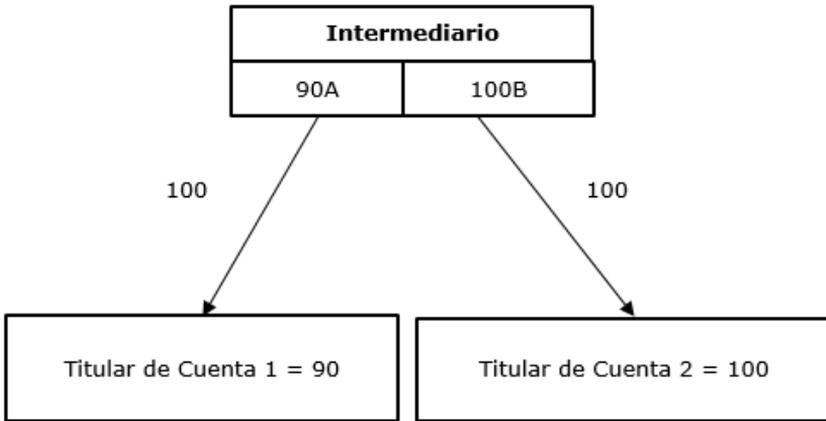
1. Observaciones generales

263. Muchas de las cuestiones que deben ser abordadas por el derecho no convencional pueden estar dentro del ámbito de las normas regulatorias sobre los valores, como la regulación sobre los mercados de valores y los participantes en dicho mercado, tales como intermediarios, los sistemas de intercambio y negociación, los SCV, y los SLV. Otras cuestiones caen directamente dentro del ámbito del derecho de la insolvencia, pero esto afecta a muchos y altamente técnicos y complejos aspectos en el contexto de un procedimiento de insolvencia de un intermediario. A este respecto, se aprendieron muchas lecciones a causa de la reciente crisis financiera y, en particular, a raíz del procedimiento de insolvencia de varias de las entidades de *Lehman Brothers*. Hay una rica y reciente doctrina que igualmente debería ser consultada al respecto. Las fuentes más importantes aparecen listadas en la página web de UNIDROIT para la Guía. Un Estado que pretenda reformar sus infraestructuras legal y regulatoria debería consultar estas fuentes. Puesto que esta sección de la Guía persigue identificar las áreas de investigación más importantes para tal proceso de reforma, no es posible entrar detalladamente en recomendaciones específicas.

2. Distribución de pérdidas

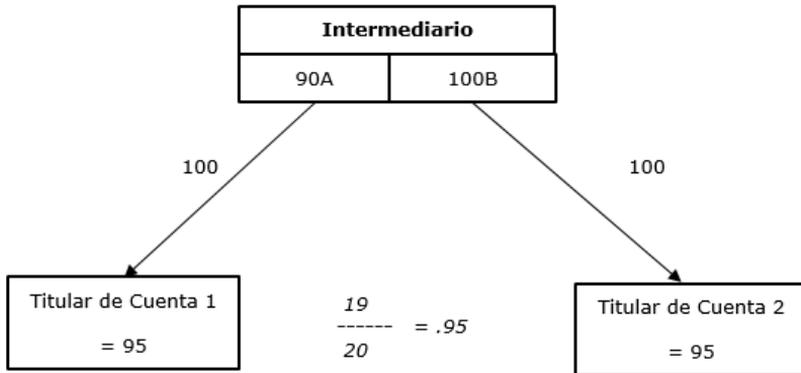
264. Debido a que el artículo 26 se aplica a todo procedimiento de insolvencia que afecte a un intermediario salvo disposición en contrario aplicable en dicho procedimiento, un Estado Contratante debería considerar si se debe retener o adoptar cualquier otra norma distinta.

265. A modo de ejemplo, se asume que un intermediario tiene dos Titulares de Cuentas, 1 y 2. El intermediario tiene abonados 100 unidades de valores tipo A, valorados en 100, en favor del Titular de Cuenta 1. Este ha abonado 100 unidades de valores tipo B, valorados en 100, en favor del Titular de Cuenta 2. A pesar de ello, el intermediario solamente dispone de 90 unidades de valores tipo A. Con arreglo a la regla de distribución de pérdidas del artículo 26(2), el Titular de Cuenta 1 soportaría la pérdida derivada del déficit de valores. El esquema 265-1 ilustra este resultado.



Esquema 265-1: distribución de las pérdidas de acuerdo con el artículo 26(2).

266. Con arreglo a la regla de distribución de pérdidas, en un sistema de *entitlement system* de un país de América del Norte con tradición jurídica *common law*, todos los titulares de cuentas comparten un conjunto de valores en proporción a su titularidad neta, que equivale al valor de los valores abonados en sus cuentas. Esto funciona así incluso si tiene lugar un déficit de valores. El esquema 266-1 ilustra este resultado. Refleja el hecho de que normalmente sería algo puramente casual el hecho de que hubiera un déficit de valores en una emisión de valores con respecto a otra y que los titulares de cuentas en circunstancias similares serían tratados de modo similar.



Esquema 266-1: distribución de pérdidas en el derecho de insolvencia l para corredores de bolsa (broker-dealers) que actúan como intermediarios en un Estado de tradición common law de América del Norte.

3. Orden de prelación de derechos otorgados por un intermediario

267. El rango de los derechos otorgados por un intermediario frente a los derechos de los titulares de cuentas de dicho intermediario es relevante, principalmente, en el caso de que un intermediario se encuentre en un procedimiento de insolvencia. Véase, con carácter general, el párrafo 198 anterior.

4. Fondos o pólizas de seguros para la protección del titular de cuenta

268. Un Estado Contratante debería considerar la adopción de un marco que ofrezca un fondo o una póliza de seguro para la protección de titulares de cuentas “minoristas” hasta un determinado valor de los valores depositados en una cuenta de valores. Si un Estado Contratante ya tiene un sistema implantado, debería entonces considerar y evaluar su idoneidad.

5. La cesión de cuentas de valores de titulares de cuentas a un intermediario con solvencia

269. Un dispositivo importante para la protección de titulares de cuentas en el procedimiento de insolvencia de un intermediario es la cesión de las cuentas de valores (y de los valores que subyacen) a un intermediario solvente que asuma de cara a los titulares de cuentas las obligaciones y responsabilidades del intermediario insolvente. Un fondo o una póliza de seguro de protección de titular de cuenta habitualmente proporcionaría garantías frente a pérdidas del intermediario cesionario. Un Estado Contratante debería garantizar que el derecho de insolvencia aplicable facilite este enfoque.

6. Los derechos de los acreedores de un intermediario y la segregación

270. La decisión de un Estado Contratante sobre si hacer o no hacer una declaración en virtud del artículo 25(5) concerniente a la segregación y sus correspondientes efectos sobre los titulares de cuentas de un intermediario y los acreedores ordinarios (no garantizados) es pertinente principalmente en un procedimiento de insolvencia de un intermediario. Véanse, con carácter general, los párrafos 212 y 215 anteriores.

7. Limitaciones en el orden de prelación de las clases de créditos y las facultades de revocación

271. El Estado Contratante debería considerar si ajustar el orden de prelación de créditos y si adoptar o preservar la protección frente a la rescisión de cualquier preferencia o actos de disposición hechos en fraude de acreedores como un mecanismo para evitar que las liquidaciones de los valores no sean anuladas simplemente porque, por ejemplo, tuvieron lugar automáticamente durante el correspondiente período bajo sospecha. Los pagos efectuados a o dentro de un SLV para la liquidación de operaciones de valores, por ejemplo, podrían ser protegidos. A la hora de evaluar cualesquiera de tales ajustes, los Estados Contratantes deberían tener en cuenta, concretamente, los efectos potenciales por riesgo sistémico en los mercados financieros.

8. La suspensión de la ejecución y las cláusulas de liquidación por compensación

272. En relación tanto con la discusión del párrafo anterior como con las limitaciones debatidas en la Parte VII posterior, y como medio para reducir el riesgo sistémico en algunos Estados, las ejecuciones de las garantías reales sobre valores y dentro del marco de operaciones *repo* y de compensación contractual están a salvo de toda suspensión o medida cautelar que tenga lugar en el procedimiento de insolvencia. Véanse los Principios de UNIDROIT sobre Cláusulas de Liquidación por Compensación. Un Estado Contratante debería considerar si adoptar, conservar, o ajustar cualesquiera de estas exclusiones. Véanse CEF, “Atributos Esenciales de los Régimenes Eficaces de Resolución de Instituciones Financieras” (*Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*), párrafos 4.1 y ss., y I-Anexo 5 (Octubre 2014, los “Atributos Esenciales” del CEF (“*FSB Key Attributes*”)) y, en relación con la suspensión regulatoria, el párrafo 281 posterior.

9. Disposiciones especiales en material de operaciones de garantía

273. Si un Estado Contratante declara, con arreglo al artículo 38, que no se aplique el Capítulo V, puede no obstante considerar si debería, como parte de su derecho no convencional, garantizar la protección de los beneficiarios de garantías en el curso de procedimientos de insolvencia según se establece en los artículos 33, 36 y 37. Véanse, con carácter general, los párrafos 278 y ss.

10. La restitución de los activos y de los fondos al titular de cuenta

274. En relación con aquellas cuentas de valores que no sean objeto de cesión a un intermediario solvente, un Estado Contratante debería asegurarse de que su derecho de la insolvencia prevé mecanismos para la restitución inmediata a los titulares de cuentas de aquellos valores abonados en sus cuentas y de los saldos monetarios en las mismas. La legislación debería contemplar soluciones flexibles, tales como la restitución parcial a la espera de que se resuelvan las cuestiones complejas, así como

la facultad del administrador concursal de reintegrar los valores y fondos en la medida en que tales restituciones no estaban justificadas o fueron realizadas por error. Estas soluciones son necesarias para asegurar el respeto de los derechos de un titular de cuenta en el marco de un procedimiento de insolvencia de un intermediario, tal y como se prevé en los artículos 14(1) y 21(1), pero no suficientes para proteger los derechos de los titulares de cuentas.

11. El acceso del intermediario a los SCV y los SLV, así como los activos depositados en tales sistemas, o en otros casos como garantía

275. Con el fin de conseguir una protección y tratamiento adecuados de los titulares de cuentas y los acreedores en general, la legislación en materia de insolvencia debería procurar que el administrador concursal de un intermediario tenga acceso a la información y a los registros, así como acceso a los activos depositados en tales sistemas o de otro modo mantenidos como garantía, como por ejemplo, en los casos de un prestamista de un sistema de compensación (*clearing*) o en la contraparte en operaciones de derivados. Lógicamente, los intereses de los gestores y los participantes en tales sistemas, así como los titulares de las garantías, deben ser igualmente protegidos. No obstante, es importante asegurar la transparencia en todas estas relaciones. En relación con la apertura de un procedimiento de insolvencia de los SCV y los SLV, véanse el artículo 27 y los párrafos 227-229 anteriores.

12. Acceso del intermediario a la información, los registros, y los sistemas de tecnología de la información

276. Un administrador concursal de un intermediario debe tener acceso a toda la información, los registros y sistemas de tecnología de la información relevantes en la medida en que estén disponibles para el intermediario con anterioridad a la apertura del procedimiento de insolvencia. La falta de acceso podría ser especialmente problemática en el caso de un grupo financiero multinacional de empresas en el cual una filial, distinta del intermediario, gestiona la información centralmente, y que puede

estar sometida a otro procedimiento de insolvencia separado. Este acceso y otros planes de contingencia adecuados durante el procedimiento de insolvencia del intermediario se podrían imponer o fomentar por medio de las reglas reguladoras de un SLV. La autoridad supervisora y reguladora de un Estado Contratante asimismo debería ponderar si imponer o fomentar las pertinentes obligaciones de información o de publicación.

13. Refuerzo de la regulación y supervisión de los intermediarios, sistemas de negociación y cotización alternativos, SCV y SLV

277. El enfoque óptimo en relación con el problema de los desequilibrios financieros en los intermediarios sería el de procurar que el intermediario no experimentara desequilibrio financiero alguno en primer lugar. Regulación y supervisión *ex ante* de los intermediarios y de las estructuras de mercados y los participantes con los cuales aquellos interactúan pueden desempeñar un importante papel al respecto.

PARTE VII - DISPOSICIONES ESPECIALES RELATIVAS A LAS OPERACIONES DE GARANTÍA

***Principio Legislativo 13:** la legislación debería establecer normas claras y coherentes en relación con las operaciones de garantía prendaria sobre valores intermediados. El Convenio establece normas dispositivas en relación con dichas operaciones, ya sean por medio de un contrato de garantía o un contrato de garantía con cambio de titularidad. Otros instrumentos y documentos internacionales, que reflejan las lecciones aprendidas tras la crisis financiera, ofrecen directrices adicionales sobre cuestiones relacionadas en materia de derecho regulatorio, privado y de insolvencia.*

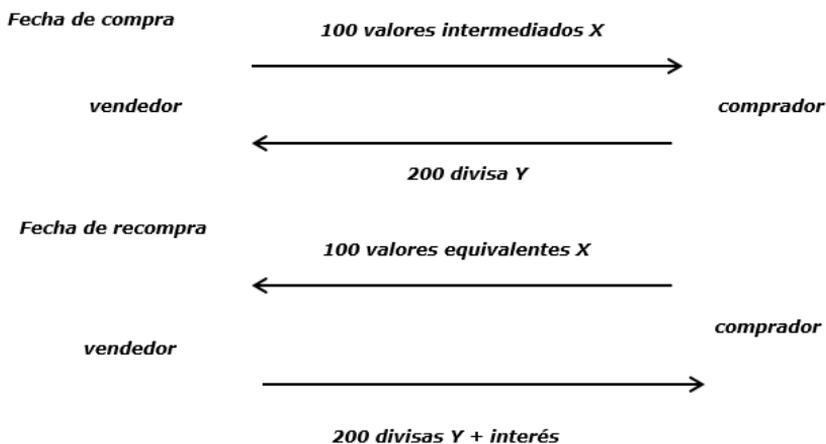
A. Principios y normas básicos del Convenio

278. Los principios y normas básicos son los siguientes:

- El Convenio regula las garantías sobre títulos intermediados que se constituyen por medio de un contrato de garantía prendaria o contrato de garantía con cambio de titularidad. Artículo 31.
- Un contrato de garantía con cambio de titularidad debería surtir efectos de conformidad con sus condiciones y términos. Artículo 32.
- La ejecución de una garantía puede efectuarse por medio de venta o, si así se acuerda, mediante adquisición o liquidación por compensación. Artículo 33(1)-(2).
- Debería ser posible ejecutar una garantía con relativa facilidad y rapidez (esto es, sin necesidad de notificación previa, de autorización judicial o tercero, o subasta pública), incluso en supuestos de insolvencia. Artículos 33(3) y 35.

- Se puede conferir al beneficiario de la garantía el derecho de “usar” o “gravar nuevamente con una nueva garantía” los valores (es decir, disponer de los valores entregados en garantía como si se tratara del propietario). Artículo 34.
- Los contratos de garantía y la entrega de valores en garantía en virtud de los mismos están protegidos frente a la invalidez, nulidad o revocación de los valores dados en garantía entregados en cierto plazo previo a la apertura, o en el mismo día de la apertura, pero antes de ella (claw back) de un procedimiento de insolvencia contra el garante (por ejemplo, la regla de la hora cero (zero hour rules)) (Artículos 36 y 37).

279. El Capítulo V del Convenio de Ginebra sobre Valores contiene normas dispositivas de derecho privado y de la insolvencia en materia de operaciones con garantías sobre valores intermediados, incluyendo operaciones de recompra (o *repos*), préstamo de valores u operaciones de garantía sobre instrumentos derivados. Véase, por ejemplo, el párrafo 19 anterior y el esquema 279-1 posterior. La decisión de incorporar las normas del Capítulo V en una determinada jurisdicción puede ser independiente de la decisión de adoptar otras normas del Convenio en relación a los elementos básicos de un sistema intermediado. Si se decide aplicar el Capítulo V, el carácter detallado de sus normas significaría que solamente habría unos pocos casos en los que los Estados podrían hacer declaraciones o determinar el contenido del derecho no convencional.



Esquema 279-1: operaciones de recompra.

En una operación *repo*, un vendedor con necesidad de liquidez transmite unos valores al comprador a cambio de inmediato dinero en efectivo en la fecha de compra; por su parte el vendedor devolverá en la fecha de recompra el dinero en efectivo, más un interés, a cambio de valores equivalentes.

280. La crisis financiera global desde 2007 en adelante dio lugar a una variedad de normas regulatorias en materia de operaciones de financiación de valores y otras operaciones con garantías financieras (en el marco del debate regulatorio sobre el sistema bancario paralelo o en la sombra (*shadow banking*)), el término *operaciones de financiación de valores* resulta común, el cual ampliamente, aunque no completamente, se solapa con las operaciones reguladas por el Capítulo V del Convenio de Ginebra sobre Valores). Los documentos clave con directrices en materia regulatoria internacional incluyen: (a) el informe del CEF denominado “Fortalecimiento de la Supervisión y la Regulación del Sistema Bancario Paralelo: Marco Político para abordar los Riesgos del Sistema Bancario Paralelo en relación con el Préstamo de Valores y las Operaciones Repo” (“*FSB’s Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*”) (Agosto 2013, el “Marco para el Sistema Bancario Paralelo” del CEF (“*FSB Shadow Banking Framework*”)); (b) los “Atributos Esenciales” del CEF, a los

cuales se hace también referencia en el párrafo 272 anterior; y (c) el documento del CBSB-OICV, “Requisitos de Margen para las Operaciones de Derivados no Compensadas a través de una Entidad de Contrapartida Central” (“*BCBS-IOSCO’s Margin Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives*”) (marzo 2015). Como se indicó en el párrafo 263 anterior, la crisis financiera ha suscitado un debate en ciertas jurisdicciones que puede dar lugar a limitaciones en la ejecución y ejercicio de determinados derechos.

281. El Marco diseñado por el CEF para el Sistema Bancario Paralelo (así como otras directrices de seguimiento del CEF) busca mejorar las obligaciones de transparencia en relación con las operaciones de financiación de valores, proporcionando información a los reguladores para detectar y afrontar el riesgo sistémico; las limitaciones a la reinversión de garantías en efectivo; las limitaciones en el derecho de uso de valores o de constitución de una nueva garantía sobre los mismos; las directrices en relación con la valoración y gestión de las garantías; los recortes (*haircuts*) regulatorios mínimos para las operaciones de financiación de valores que no se lleven a una entidad de contrapartida central; y las normas para los riesgos vinculados a las indemnizaciones en el contexto del préstamo de valores. El Marco para el Sistema Bancario Paralelo, además, contempla la posibilidad de una revisión de las normas del derecho de la insolvencia. Adicionalmente, El Marco para el Sistema Bancario Paralelo busca, entre otros objetivos, una suspensión regulatoria temporal, de tal modo que las autoridades decisorias tengan un lapso de tiempo en el cual puedan adoptar decisiones relativas a instituciones financieras en desequilibrio. Las directrices contenidas en los Principios de UNIDROIT sobre las Cláusulas de Liquidación por Compensación, por ejemplo, refieren a los Atributos Esenciales del CEF y tienen en cuenta dicha suspensión regulatoria. Véanse los Principios de UNIDROIT sobre las Cláusulas de Liquidación por Compensación, párrafo 117.

282. Las normas regulatorias internacionales son desarrolladas a nivel internacional por el CEF y otros organismos, como el CBSB, y han sido tenidas en cuenta por las legislaciones y directrices regionales y nacionales. Los legisladores regionales y nacionales pueden, y de hecho así sucede en la práctica, formular

normas y directrices que especifiquen y vayan más allá de las normas propuestas por los organismos internacionales.

B. Alternativas a adoptar mediante declaración

283. Varias alternativas se pueden adoptar por declaración. Primero, el ámbito de aplicación subjetivo del Capítulo V puede limitarse. Segundo, los valores intermediados no admitidos a negociación en un mercado bursátil o en un mercado regulado pueden ser excluidos. Tercero, ciertas categorías de obligaciones (a saber, las obligaciones de un garante o un tercero deudor para el cual la garantía es constituida) pueden ser objeto de exclusión. Cuarto, los acuerdos de cobertura adicional o sustitución de la garantía pueden no disfrutar de protección si son activados por razones de solvencia, comportamiento financiero, u otra condición financiera del garante.

284. El artículo 38 trata las tres primeras alternativas y ofrece al legislador la posibilidad de limitar el ámbito de aplicación del Capítulo V. La primera decisión consiste en delimitar el ámbito de aplicación subjetivo con el fin de proteger a las personas físicas u otras clases de entidades, concretamente entidades que no sean participantes en el mercado financiero, pero que se consideren merecedoras de protección. Artículo 38(2)(a). La segunda decisión consiste en si aplicar el régimen del Capítulo V solamente a los valores intermediados que están admitidos a negociación en un mercado bursátil o en un mercado regulado (es decir, a los valores que potencialmente tienen un efecto significativo en la liquidez de los mercados financieros). Artículo 38(2)(b). El tercer punto que el legislador debería decidir es si existen ciertas obligaciones que no deberían caer dentro del régimen de aplicación del Capítulo V del Convenio. Artículo 38(2)(c). Para más información sobre las declaraciones facultativas en virtud del artículo 38, véanse el Memorándum de Declaraciones, Sección 4.I y el Formulario N° 9 adjunto, y el Comentario Oficial, párrafos 38-1 a 38-11

285. El artículo 36 trata la cuarta decisión y protege la constitución de garantías en el trascurso de una operación en virtud de acuerdos de cobertura adicional y acuerdos de sustitución frente a normas que prevén la invalidación, anulación

o revocación de un contrato de garantía o de la entrega de valores por el mero hecho de que el contrato se ha concluido o que los valores entregados en garantía se han entregado en cierto plazo previo a la apertura, o en el mismo día de la apertura, pero antes de ella, de un procedimiento de insolvencia contra el garante (*timing claw back*). La declaración prevista en el artículo 36(2) trata la concreta situación en donde una garantía de cobertura adicional debería ser constituida como consecuencia de cambios relativos a la solvencia, el cumplimiento de las obligaciones financieras, o la situación financiera del garante o de cualquier otra persona deudora de las obligaciones garantizadas en cuestión. Tales cambios pueden ser el preludio de un procedimiento de insolvencia del garante. El legislador debería decidir esta cuestión política normativa sobre si, en tal caso, el garante disfruta de una garantía con cobertura adicional, o si se entrega a los acreedores ordinarios del garante. Véase el párrafo 274 anterior y, para más información sobre la declaración facultativa con arreglo al artículo 36(2), véanse el Memorándum de Declaraciones, Sección 4.H y el Formulario N° 8 adjunto, y el Comentario Oficial, párrafos 36-17, 36-20, y 36-26.

C. Cuestiones a tratar o clarificar

1. Derechos accesorios de los garantes

286. El enfoque básico que subyace en el Capítulo V es que la liquidez de los mercados financieros debería ser promovida por medio de la eliminación de las normas tradicionales de derecho privado y de la insolvencia para alcanzar un justo equilibrio entre el garante y el beneficiario de la garantía, y mediante el reconocimiento de derechos accesorios a los beneficiarios de dichas garantías. El Capítulo V establece un régimen de mínimos. El artículo 31(2) contempla la posibilidad de que el derecho no convencional confiera derechos y facultades accesorios a los beneficiarios de las garantías además de obligaciones adicionales a los garantes. Sin embargo, en su decisión de ir más allá de lo previsto por el régimen mínimo del Capítulo V, el legislador debería tener en cuenta las lecciones aprendidas durante la crisis financiera internacional.

2. Razonabilidad mercantil

287. El concepto de *razonabilidad mercantil* es clave cuando los valores necesitan ser valorados, en particular, dentro del contexto de su ejecución. El artículo 35 determina que el derecho no convencional en materia de cómo proceder de forma mercantilmente razonable no se encuentra afectado por las disposiciones del Convenio relativas a la ejecución o al derecho de uso. El contenido del concepto de *razonabilidad mercantil* no está especificado en el Convenio, por lo tanto, depende del legislador nacional determinar si resulta necesario especificar tal contenido en el ámbito de los mercados de valores.

3. Nuevo marco regulatorio

288. Como se comentó en los párrafos 280-282, el legislador debería considerar nuevas normas regulatorias en materia de operaciones de financiación de valores y otras operaciones que impliquen garantías financieras tales como las elaboradas por el CEF y el CBSB sobre cuestiones tales como la transparencia, la reinversión de garantías en efectivo, el derecho de uso o de constitución de nuevas garantías sobre los valores, la valoración y gestión de las garantías, los recortes mínimos, los riesgos relativos a las indemnizaciones, las cláusulas *ipso facto*, la suspensión regulatoria y las áreas que ofrecen protección en el marco del procedimiento de insolvencia.

4. Los acuerdos de liquidación por compensación

289. El legislador puede encontrar directrices específicas en materia de acuerdos de liquidación por compensación en los Principios de UNIDROIT las Cláusulas de Liquidación por Compensación.

5. El derecho de las operaciones garantizadas

290. En el supuesto de que el legislador decida no abrazar el Capítulo V como un todo, sino solamente emplearlo para inspirar sus disposiciones acerca de cómo estructurar su régimen jurídico, puede además considerar las directrices sobre derecho general de las operaciones garantizadas recogido en la Guía Legislativa de

la CNUDMI sobre Operaciones Garantizadas y la Ley Modelo de la CNUDMI sobre Garantías Mobiliarias. Debe, no obstante, señalarse, que la Guía Legislativa de la CNUDMI no regula todos y cada uno de los tipos de valores, y que la Ley Modelo de la CNUDMI contiene disposiciones solamente para valores de tipo no intermediado. Consideraciones de política legislativa en materia de mercados de valores intermediados, tales como aquellos consagrados en el Convenio de Ginebra sobre Valores, merecen, por lo tanto, una especial atención. Por ejemplo, además de las disposiciones contenidas en los instrumentos de la CNUDMI sobre la constitución de derechos y su oponibilidad frente a terceros, las consideraciones que subyacen en los artículos 11, 12 y 13 del Convenio de Ginebra sobre Valores mantienen su pertinencia. En caso de conflicto de prelación entre derechos concurrentes, se deberían observar los artículos 19 y 20 del Convenio y, en caso de ejecución, los artículos 33 y 35 deberían ser tenidos en cuenta.

PARTE VIII - ASPECTOS RELATIVOS A LOS CONFLICTOS DE LEYES

***Principio Legislativo 14:* puesto que el Convenio no contempla disposiciones en materia de conflicto de leyes, la legislación debería contener normas claras y coherentes en materias de conflicto de leyes en relación con los valores intermediados.**

291. Muchas operaciones de valores intermediados tienen lugar en un contexto internacional y, por tanto, suponen la presencia de elementos extranjeros. Por ejemplo, el emisor puede estar constituido en otro Estado, los valores pueden regirse por un derecho extranjero, o la cadena de tenencia puede empezar, atravesar o terminar en otro Estado. Estas situaciones pueden dar lugar a problemas de conflicto de leyes.

292. Estos problemas se resuelven mediante lo que se conoce como *normas de conflicto de leyes*. Estas reglas determinan qué derecho nacional se aplica a una operación o a un elemento concreto de esta. Los conflictos de leyes habitualmente utilizan uno o varios elementos de la operación, los denominados *criterios de conexión*, para vincular una operación o un elemento jurídico al derecho concreto de un Estado.

293. El Convenio establece disposiciones uniformes sobre los valores intermediados, aunque ello no erradica completamente los problemas en materia de conflicto de leyes. Además, el Convenio no contiene normas en materia de conflicto de leyes. Por lo tanto, su esfera de aplicación no está determinada por el Convenio en sí, sino por las normas en materia de conflicto de leyes aplicables en cada Estado (esto es, las normas del foro sobre conflicto de leyes).

294. Por consiguiente, la adopción del Convenio o su incorporación a la legislación nacional debería, por tanto, debe ser acompañada por un conjunto de normas claras y coherentes sobre conflicto de leyes que reflejen la realidad de cómo los valores son custodiados y transmitidos. Esto es de particular importancia porque, al estar el Convenio basado en un enfoque

funcional en la armonización y centrado en elementos básicos, este deja un cierto número de cuestiones para su regulación por las legislaciones de los Estados, y estas legislaciones de los Estados pueden variar ampliamente. Con respecto a aquellos elementos no armonizados, la identificación de la ley aplicable es algo fundamental.

295. Esta Parte trata los conflictos de leyes, en particular (a) el ámbito de aplicación del Convenio; (b) las normas tradicionales sobre conflicto de leyes y su modernización; (c) el enfoque *nivel a nivel* del Convenio y su interacción con las normas sobre conflicto de leyes; y (d) otras normas sobre conflicto de leyes.

A. El ámbito de aplicación del Convenio

296. El Convenio no establece normas sobre conflicto de leyes. Su aplicación se determina, en su lugar, por las normas sobre conflicto de leyes del foro. Este principio consta en el artículo 2(a) del Convenio. El Convenio se aplica siempre y cuando las normas sobre conflicto de leyes de un foro designen al derecho vigente de un Estado Contratante como la ley aplicable.

297. Resulta obvia la razón de este enfoque. En algunos sistemas, una vez que el Convenio haya sido ratificado por el Estado o transpuesto a su derecho interno, este devendrá parte del derecho material nacional de dicho Estado. En consecuencia, las disposiciones del Convenio se aplicarán siempre y cuando el derecho material de ese Estado sea la ley aplicable en virtud de las normas del foro sobre conflicto de leyes.

298. Por consiguiente, incluso si el foro es un Estado Contratante del Convenio, el Convenio no se aplica cuando las normas sobre conflicto de leyes señalen al derecho de un Estado no Contratante como la ley aplicable a la cuestión. Y *viceversa*, incluso si el foro es un Estado no Contratante, el Convenio se aplicará si las normas sobre conflicto de leyes del foro señalan al derecho de un Estado Contratante como la ley aplicable. A modo de ejemplo, asumamos que el Estado A es el estado foro y sus normas sobre conflicto de leyes señalan al derecho del Estado B como la ley aplicable; si el Estado B ha ratificado el Convenio, el

Convenio se aplicará, con independencia de que el Estado A haya ratificado el Convenio.

299. Junto con el artículo 2, el artículo 3 aclara las consecuencias de las normas sobre conflicto de leyes en materia de declaraciones. Puesto que las declaraciones reguladas por el Convenio están relacionadas con sus disposiciones de derecho material, – principalmente permiten a los Estados Contratantes adherirse o excluirse de las normas armonizadoras –, la aplicación de tales declaraciones esta igualmente determinada por las normas del foro sobre conflicto de leyes.

B. Las normas tradicionales sobre conflicto de leyes y su modernización

300. La aplicación de las normas tradicionales sobre conflicto de leyes en materia de valores intermediados puede dar lugar a ciertas dificultades. La legislación, por tanto, debería establecer normas sobre conflicto de leyes modernizadas que aborden las particularidades que surgen cuando los valores no son poseídos directamente sino a través de un intermediario.

301. Las normas tradicionales de conflicto de leyes, principalmente basadas en el principio *lex rei (cartae) sitae*, no han resultado ser muy útiles en relación a los valores intermediados debido a que estas normas implican la atribución de una localización artificial a un activo que, por su naturaleza, puede no tener una manifestación física. También han generado inseguridad jurídica y serias dificultades de índole práctico porque una aplicación *prima facie* de dicho principio puede dirigirnos a la ley del Estado donde el emisor de los valores esta constituido o donde los valores iniciales se encuentran bien físicamente custodiados por un DCV o bien inscritos (*sistema de transparencia*), aun cuando el titular real de la cuenta no esté inscrito allí.

302. Por lo tanto, algunos Estados han modernizados sus normas de conflicto de leyes para ir más allá de ese principio y ofrecer una solución más ajustada que tenga en cuenta el modo en que los valores intermediados son custodiados y transmitidos. En la UE, por ejemplo, las Directivas sobre la Firmeza de la

Liquidación y sobre los Acuerdos de Garantía Financiera establecen normas de conflicto de leyes basadas en el principio del lugar del intermediario pertinente (PRIMA), esto es, la ley del lugar donde el intermediario pertinente de un titular de cuenta mantiene la cuenta de valores en beneficio de dicho titular.

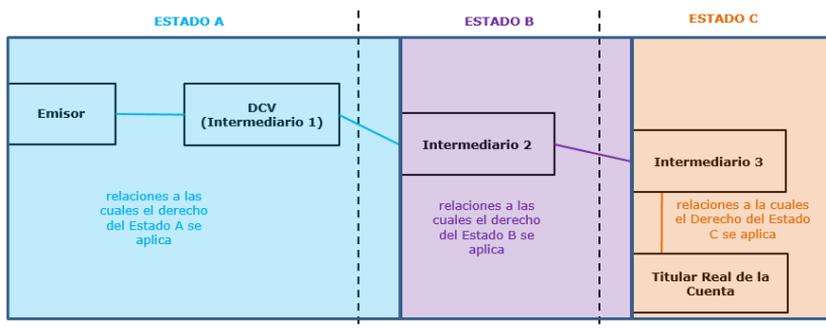
303. A nivel internacional, el Convenio de La Haya sobre Valores, concluido con fecha 5 de julio de 2006 y en vigor desde el 1 de abril de 2017, es el único instrumento. El Convenio de La Haya sobre Valores representa una evolución con respecto a la formulación original de la regla PRIMA aunque está basado también sobre la noción del intermediario pertinente. Sin embargo, se evita cualquier intento de situar dónde dicho intermediario pertinente mantiene la cuenta de valores, y en su lugar, da efecto a un acuerdo sobre la ley que rige la relación entre el titular de cuenta y el intermediario siempre y cuando el requisito del establecimiento cualificado (*Qualifying Office*) sea satisfecho (el “*Enfoque de La Haya*”). En consecuencia, la ley del Estado elegida por las partes se aplica solamente si el intermediario pertinente tiene un establecimiento que participa en la custodia de las cuentas de valores en ese Estado. Véase el Convenio de La Haya sobre Valores, artículo 4.

C. El enfoque “nivel a nivel” del Convenio y su interacción con las normas de conflicto de leyes

304. El Convenio se apoya en el enfoque *nivel a nivel* para los sistemas de tenencia de valores intermediados. Como se planteó en la Parte III.A anterior, aunque el Convenio no configura la naturaleza jurídica de los derechos y facultades derivados de un abono de valores en una cuenta de valores y, en qué nivel dichos derechos y facultades se originan, el Convenio considera que las cadenas de tenencia intermediada están compuestas por diferentes relaciones. En concreto, para el Convenio, la cadena de tenencia se divide en niveles y se examina cada nivel de dicha cadena: *por cada titular de cuenta hay un intermediario, y solamente uno*. Los ladrillos del Convenio son cada una de las relaciones entre el titular de cuenta y su intermediario pertinente.

305. Este planteamiento material funciona bien para un enfoque de conflicto de leyes en virtud del cual la ley aplicable

viene determinada de manera independiente para cada nivel de la cadena de intermediarios (esto es, para cada relación entre un titular de cuenta y su intermediario pertinente) como sucede generalmente en enfoques basados en la noción del intermediario pertinente. En el supuesto de que hubiera solamente una ley aplicable para cada nivel, podrían existir dos o más *capas* de leyes para una estructura multinivel. Y esto encaja perfectamente con un régimen jurídico-material que se centra en establecer normas que rijan cada relación.



Esquema 305-1: la aplicación del derecho en una cadena de tenencia de títulos intermediados con tres Estados.

Imaginemos que el Intermediario 1 se encuentra en el Estado A, el Intermediario 2 está en el Estado B y el Intermediario 3 está en el Estado C. De acuerdo con el planteamiento inicial del PRIMA o Enfoque de La Haya (a) la ley por la cual se rigen los derechos del titular real de la cuenta directamente sobre su cuenta de valores mantenida por el Intermediario 3 es la ley del Estado C; (b) la ley por la cual se rigen los derechos del Intermediario 3 directamente sobre la cuenta de valores mantenida por el Intermediario 2 es la ley del Estado B; y (c) la ley por la cual se regulan los derechos del Intermediario 2 directamente sobre la cuenta de valores mantenida por el Intermediario 1 es la ley del Estado A. *Hay, por tanto, tres capas de derechos, cada una de ellas gobernada por una ley diferente.* Se puede decir que, el titular real de la cuenta posee un conjunto de derechos regidos por la ley del Estado C sobre un conjunto de derechos adquiridos por el Intermediario 3 con el Intermediario 2 en virtud de la ley del Estado B, y sobre un conjunto de derechos adquiridos por el

Intermediario 2 con el Intermediario 1 con arreglo a la ley del Estado A.

306. El legislador debería modernizar las normas de conflicto de leyes para evitar ambigüedades surgidas de planteamientos tradicionales (esto es, el principio de *lex rei (carta) sitae*), e introducir un planteamiento que se base en la noción del intermediario pertinente como el criterio de conexión principal. Adicionalmente, es recomendable especificar este planteamiento. El artículo 4(1) del Convenio de La Haya sobre Valores, por ejemplo, apela a “*la ley en vigor en el Estado expresamente designado en el contrato de cuenta como aquel Estado cuya ley rige el contrato de cuenta o, si el contrato de cuenta expresamente establece que otra ley sea aplicable a todas esas cuestiones, esta otra ley*”, siempre y cuando el intermediario pertinente tenga un establecimiento en ese Estado. En la UE, como ejemplo adicional, las Directivas sobre la Firmeza de la Liquidación y sobre los Acuerdos de Garantía Financiera establecen que la ley aplicable es aquella del lugar donde el intermediario pertinente mantiene la cuenta de valores en beneficio del titular de cuenta. En los sistemas transparentes, en concreto, el legislador debería tener en cuenta que pueden ser precisas aclaraciones adicionales. En principio, en estos sistemas, el *intermediario pertinente* a los efectos de determinar la ley aplicable puede ser el DCV, en el supuesto de que las cuentas sean mantenidas en nombre de los inversores reales.

D. Otras normas de conflicto de leyes

307. En ambos casos, tanto el planteamiento original del PRIMA como el del Enfoque de La Haya determinan la ley aplicable a los valores intermediados pero solamente en relación con ciertas cuestiones; por ejemplo, en el Convenio de La Haya sobre Valores, solamente se determina para las cuestiones enumeradas en sus artículos 2(1)(a)-(g). Si, de conformidad con el Convenio de La Haya sobre Valores, la ley aplicable es aquella de un Estado Contratante del Convenio de Ginebra sobre Valores, el Convenio de Ginebra sobre Valores regiría todos los aspectos materiales incluidos en el artículo 2(1)(a)-(g) del Convenio de La Haya.

308. Sin embargo, el ámbito de aplicación objetivo del Convenio de La Haya sobre Valores no es exactamente el mismo que el ámbito de aplicación material del Convenio de Ginebra sobre Valores. El artículo 2(1)(a)-(g) del Convenio de La Haya sobre Valores contiene una lista exhaustiva de todas las cuestiones que caen dentro del ámbito de aplicación del Convenio de La Haya, el cual resulta ser más restringido que el ámbito del Convenio de Ginebra sobre Valores. Aunque se evita el concepto, el Convenio de La Haya se aplica principalmente a cuestiones “reales”. Sin embargo, los derechos puramente contractuales o de naturaleza puramente personal que surgen únicamente en virtud de la relación contractual entre el titular de cuenta y su intermediario, o entre las partes con respecto a una disposición *inter se* no caen dentro del ámbito de aplicación del Convenio de La Haya sobre Valores. Véase el Convenio de La Haya sobre Valores, artículo 2(3)(a).

309. La ley aplicable a otras cuestiones ajenas al ámbito objetivo del Convenio de La Haya sobre Valores, pero que pueden estar dentro del ámbito de aplicación del Convenio de Ginebra sobre Valores se determinan por las correspondientes normas del foro en materia de conflicto de leyes. Por ejemplo, la ley aplicable a las obligaciones contractuales de un intermediario directamente frente a su titular de cuenta se determina por las normas en materia de conflicto de leyes de las obligaciones contractuales. En la UE, es el Reglamento Roma I, que se basa en el principio de autonomía de las partes (“*un contrato será gobernado por el derecho elegido por las partes*”). El mismo principio inspira los Principios de La Haya sobre la Elección de la Ley Aplicable a los Contratos Mercantiles Internacionales. En aplicación de este principio, si la ley elegida por las partes es aquella de un Estado Contratante del Convenio de Ginebra sobre Valores, las disposiciones de este instrumento en materia de obligaciones contractuales (por ejemplo, el artículo 10) se aplicarían.

310. Finalmente, la determinación de la ley aplicable a un procedimiento de insolvencia (esto es, aquellas normas de conflicto de leyes en un supuesto de apertura de un procedimiento de insolvencia) exigiría ser diseñada en un modo tal que la oponibilidad de los derechos sobre los valores intermediados

frente a terceros quede asegurada en estos procedimientos, tal y como se establece, en particular, en los artículos 14 y 21 del Convenio. Véase, por ejemplo, el artículo 8 del Convenio de la Haya sobre Valores.

PARTE IX - OTROS INSTRUMENTOS Y REGULACIONES E IMPLEMENTACIÓN

Principio Legislativo 15: el legislador debería considerar los diversos instrumentos y directrices que hay disponibles con el fin de desarrollar e implementar un sistema de tenencia de valores intermediados que se ajuste a su contexto legal y económico, y sea coherente con los principios y normas contenidos en esta Guía.

311. Para el legislador es importante considerar las conexiones entre el Convenio de Ginebra sobre Valores y otros instrumentos internacionales y cómo implementar de la mejor manera los cambios realizados para constituir o mejorar un sistema de tenencia de valores intermediados. Otros instrumentos y directrices están disponibles como referencia para el establecimiento o evaluación de un sistema de tenencia de valores intermediados que es una parte importante para un más amplio e interconectado sistema financiero de un Estado. Los Estados deberían observar los distintos instrumentos y documentos que hay disponibles, los cuales pueden abordar aspectos concretos con gran detalle, con el fin de ajustar e implementar aquellas reformas legales que mejor se adecúen a su sistema y sean compatibles con los principios y normas establecidos en la Guía.

A. Las conexiones con otros instrumentos o regulaciones internacionales

312. La modernización de la legislación nacional sobre mercados financieros es fundamental para el desarrollo económico de un Estado. Los organismos que establecen las normas a nivel internacional han adoptado reglas que aseguran la estabilidad financiera y la mitigación del riesgo con el fin de mejorar la eficiencia y favorecer las operaciones transfronterizas. El CEF, por ejemplo, dispone de un conjunto de normas relativas a los mercados financieros que actualiza de forma regular. Particularmente, el CEF seleccionó una serie de “*Normas Esenciales para Sistemas Financieros Equilibrados*” (*Key Standards for Sound Financial Systems*) (“*las Normas Esenciales*

del CEF”) en relación con tres macro-áreas: (a) política macroeconómica y transparencia de datos, (b) regulación y supervisión financieras, e (c) infraestructuras institucionales y de mercado. Estas son desarrolladas por diferentes organismos internacionales que formulan normas de acuerdo con sus respectivas competencias pero son utilizadas en conjunto como base para la evaluación de la solidez financiera de un Estado (por ejemplo, el Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) del FMI y del Banco Mundial se basan en dichas normas).

313. Por un lado, estas actividades se realizan para reducir el riesgo sistémico y prevenir que los desequilibrios financieros se extiendan de un Estado a otro, pero, además, buscan apoyar la inversión y reforzar las infraestructuras de los mercados nacionales. Por otro lado, las economías emergentes ofrecen oportunidades de inversión extranjera extremadamente interesantes que, a su vez, pueden favorecer el desarrollo de sectores nacionales de la economía. Con la finalidad de fortalecer los mercados interiores, así como de incentivar la inversión extranjera mediante la generación de confianza, los Estados se esfuerzan por mantener sus propias economías con infraestructuras adecuadas con arreglo a esas normas.

314. Las normas internacionales consideran, como primer presupuesto para alcanzar los objetivos de desarrollo y estabilidad anteriores, que exista un sistema jurídico sólido. Por ejemplo, el Principio Uno de los Principios para las Infraestructuras de los Mercados Financieros que están incluidos en las Normas Esenciales del CEF, establece que todo IMF debe estar dotado de un régimen jurídico sólido. Este presupuesto, sin embargo, no debería ser interpretado simplemente en el sentido de que los obstáculos jurídicos al funcionamiento de sistemas o estructuras comerciales concretos han de eliminarse. Naturalmente, esto es una de las prioridades para reducir el riesgo y su propagación a otros mercados extranjeros pero no basta por sí solo. Un Estado necesita tener una legislación moderna que ofrezca un entorno jurídico sólido, que permita su modernización, y en la que los operadores puedan actuar en igualdad de condiciones mientras sus derechos se encuentran debidamente protegidos y se vela por la estabilidad. Las normas internacionales no solamente exigen la eliminación de las barreras jurídicas, sino también el

establecimiento de un marco jurídico sólido que favorezca el desarrollo y la estabilidad.

315. Muchos Estados utilizan las normas internacionales y, en particular, aquellas que se refieren o afectan a su ordenamiento jurídico nacional, como un marco de referencia efectivo para sus reformas. Por otra parte, es generalmente aceptado que un Estado que respeta las normas internacionales y posee un marco jurídico sólido recibe rankings positivos en las distintas evaluaciones internacionales comparativas que se hacen por organismos internacionales (tales como los informes “*Doing Business*”, emitidos por el Banco Mundial), las cuales pueden marcar diferencia en lo que se refiere a las inversiones extranjeras efectivamente recibidas por un Estado, ya que el respeto a tales normas ha demostrado que favorece concretamente el desarrollo del mercado y asegura la estabilidad. Los informes “*Doing Business*” del Banco Mundial, por ejemplo, incluyen evaluaciones del entorno jurídico de un Estado en numerosos contextos, y utiliza como modelos de referencias para la armonización convenios internacionales y otros instrumentos internacionales.

316. De hecho, las evaluaciones efectuadas a nivel internacional por las organizaciones y organismos internacionales para la armonización de las legislaciones nacionales en ámbitos específicos tienen, entre otros objetivos, el de ofrecer orientación en este sentido, y ofrecer modelos que son producto de la armonización internacional. Estos organismos no difunden el modelo de un Estado específico, sino la síntesis de varias experiencias y tradiciones jurídicas. Por esta razón, reflejan habitualmente situaciones de equilibrio a tener muy en cuenta en cualesquiera esfuerzos de reforma nacional.

317. La adopción de instrumentos internacionales tales como el Convenio de Ginebra sobre Valores es, por tanto, un paso fundamental dentro de un programa más amplio de reformas jurídicas nacionales para la modernización y apertura de la economía de un Estado a partir del uso de normas internacionales como modelos de referencia y de instrumentos internacionales para la armonización legislativa como los modelos más equilibrados e imparciales que pueden ser usados para este fin.

B. Consideraciones generales sobre la implementación en un régimen jurídico nacional

318. Cada Estado tiene su propia tradición y se encuentra dentro de un contexto regional específico. En consecuencia, cada uno precisa llevar a cabo una reforma jurídica individualizada. Sin embargo, hay principios de alto nivel que son habitualmente reconocidos como comúnmente compartidos y, por tanto, trasladados a instrumentos internacionales. Cuando unos principios son compartidos con carácter general y se pueden detallar suficientemente, entonces se adopta un Convenio. En otros casos, se publica una ley modelo o una guía legislativa porque estos instrumentos, aunque sin ofrecer soluciones jurídicas de carácter vinculante, sí permiten la convergencia gracias a una mayor flexibilidad en los medios a emplear para alcanzarla.

319. Las formas para incorporar un convenio, una ley modelo o una guía legislativa en los ordenamientos jurídicos nacionales difieren, pero en todo caso el instrumento internacional debe ser interpretado en un contexto más amplio que abarque también aquellos otros ámbitos legislativos que no se encuentren cubiertos por el instrumento internacional en cuestión, tales como el orden institucional y jurídico de un Estado, con sus propias tradiciones e instituciones jurídicas en vigor.

320. Como se ha mencionado, en el caso de los mercados financieros, existen numerosas normas y medidas internacionales de naturaleza regulatoria. El Convenio reconoce esta diversidad y excluye estas cuestiones de su propio ámbito de aplicación, como también lo hace para otras cuestiones de naturaleza eminentemente jurídica (como, por ejemplo, el derecho de sociedades).

321. Sin embargo, el legislador nacional necesita tener en cuenta estas regulaciones y normas, no solamente para evitar el riesgo de dejar elementos esenciales sin regular, sino también porque cada elemento de la reforma necesita ser redactado de manera coherente y las alternativas de índole política normativa deben ser adoptadas, tanto como sea posible, bajo un enfoque holístico. Cuando existen otros instrumentos internacionales en

estos ámbitos, hay que implementarlos de manera adecuada. Cuando no existen tales normas internacionales, aún se mantiene la necesidad de modernización, y el Estado debería basarse en sus propios principios generales del derecho y en su marco institucional. Esto puede requerir la cooperación por parte de numerosos organismos públicos del Estado de acuerdo con sus funciones particulares y ámbito de responsabilidad.

322. Mientras que el ámbito del derecho de sociedades, con carácter general, no se encuentra dentro del ámbito del Convenio, este derecho sí afecta al funcionamiento de los sistemas de anotaciones en cuenta de valores, y ciertos derechos y obligaciones de los titulares de cuentas sometidos a dicha área del derecho podrían afectar de manera imprevisible la aplicación del Convenio. En la misma línea, las normas sobre blanqueo de capitales o abuso de mercado, las cuales quedan fuera del Convenio, necesitan ajustarse si se precisa alcanzar una concreta modernización.

323. Finalmente, las reformas jurídicas procedentes de instrumentos internacionales pueden necesitar de medidas de implementación bien articuladas. En efecto, las normas internacionales pueden reflejarse en un sistema jurídico bien por medio de una norma con rango de ley, una disposición reglamentaria, acuerdos contractuales del mercado, o finalmente, una combinación de las anteriores opciones. La adopción de una reforma implica no solamente la evaluación de las normas que van a ser adoptadas en un sistema jurídico, la modificación de disposiciones concretas vigentes o la adaptación de instituciones jurídicas, sino también la determinación de los mecanismos jurídicos más apropiados a adoptar. Por ejemplo, para aquellas reformas que se realicen por medio de una norma con rango de ley, existen dos formas. Primero, la ley podría tratar los elementos básicos de un sistema de tenencia de valores intermediados y luego, hacer una referencia cruzada a las leyes u otras fuentes jurídicas relevantes en aspectos relacionados, tales como el adquirente de buena fe o el procedimiento de insolvencia. En segundo lugar, se podría formular una ley autónoma sobre los valores intermediados que regule exhaustivamente todas las cuestiones de un sistema de tenencia de valores intermediados. Para aquellos mercados de valores más recientes o menos

desarrollados, el segundo planteamiento podría incrementar el atractivo de un mercado en particular mediante la clara configuración del marco jurídico aplicable, y reduciendo con ello, el riesgo jurídico percibido.

324. En relación con la implantación de reformas compatibles con el Convenio y la Guía, hay que tener presente dos cuestiones. En primer lugar, con respecto a la constitución o evaluación de un sistema de tenencia de valores intermediados, un Estado puede utilizar la Guía, por ejemplo, con el fin de preparar la suscripción y adopción del Convenio o la selección e implementación de todos o parte de los principios y normas de la Guía. La suscripción y adopción del Convenio, sin embargo, puede ser la opción preferida de un Estado, puesto que el Convenio ofrece la ventaja de ser un paquete directo, funcional, y esencial de principios y normas reguladores de los valores intermediados. Tal y como se ha discutido a lo largo de la Guía, si el Convenio se suscribe y se adopta, un Estado Contratante puede necesitar que se efectúen ciertas declaraciones con arreglo al Convenio y que se traten o aclaren determinados aspectos jurídicos al margen del mismo. En relación con las declaraciones concretamente, no solamente abarcan aquellas examinadas anteriormente en las correspondientes subsecciones bajo los títulos “*Alternativas a adoptar mediante declaración*”, sino además aquellas concernientes a cuestiones técnicas en materia de tratados, en particular, la competencia de las organizaciones regionales de integración económica en virtud del artículo 41(2), y las unidades territoriales previstas en el artículo 43. Para más información sobre estas últimas declaraciones, véanse el Memorándum de Declaraciones, Secciones 4.K y 4.L, y los Formularios N° 11 y N° 12, respectivamente. Si un Estado opta por suscribir y adoptar el Convenio, o seleccionar e implementar los principios y normas del Convenio, la seguridad jurídica y la eficiencia económica se verían favorecidas.

325. En segundo lugar, para aquellas materias específicas reguladas por el Convenio, algunas disposiciones podrían necesitar que se incluyeran en normas con rango de ley, ya que crean derechos y obligaciones frente a terceros. Otras disposiciones pueden ser reguladas por parte de las correspondientes autoridades mediante reglamentos u otras

disposiciones generales de rango secundario. Esto es seguramente el caso de las cuestiones regulatorias al margen del ámbito de aplicación del Convenio, pero que aun así precisan de cobertura por medio de una reforma jurídica del sector de mayor calado. En este caso, tal y como se ha mencionado brevemente, este punto da lugar a la cuestión de si las autoridades correspondientes serían competentes para tales propósitos. Las normas contractuales estandarizadas por el mercado son a menudo el mejor mecanismo normativo, tal y como el propio Convenio reconoce para el caso de las normas nacionales de sistemas de valores u otros organismos, normalmente autorizados a operar previo cumplimiento de varios presupuestos verificados por el órgano regulador. Todas estas alternativas no solamente deben ejecutarse con arreglo a los principios de eficiencia, sino también a la luz del marco institucional vigente de un Estado.

326. Mientras que el apoyo técnico puede ayudar substancialmente a que un Estado considere todos estos elementos y a valorarlos de un modo consistente y a la luz de las buenas prácticas internacionales, las reformas corresponden a cada Estado en cuestión y son producto de cada uno de ellos, siendo el resultado de un esfuerzo que requiere la implicación de numerosos grupos de interés nacionales.

* * *

ANEXO 1

REFERENCIAS AL “DERECHO NO CONVENCIONAL”

Referencias en el Convenio	Para mayor detalle
<p>Preámbulo, Considerando 7:</p> <p><i>TOMANDO debidamente en consideración el <u>derecho no convencional</u> en relación con las cuestiones no reguladas por este Convenio,</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. P-8</p>
<p>Artículo 1(k):</p> <p><i>por “acuerdo de control” se entenderá un acuerdo relativo a valores intermediados celebrado entre el titular de cuenta, el intermediario pertinente y otra persona, o cuando el <u>derecho no convencional</u> así lo prevea, entre un titular de cuenta y el intermediario pertinente, o entre un titular de cuenta y otra persona, y que sea objeto de una notificación al intermediario pertinente, que contenga una u otra de las siguientes disposiciones, o ambas: [...]</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 1-52, 1-54</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 141 a 146</p>
<p>Artículo 1(l):</p> <p><i>por “inscripción contable” se entenderá la inscripción en una cuenta de valores en favor de una persona (incluido el intermediario pertinente) distinta del titular de cuenta en relación a valores intermediados que, conforme al contrato de cuenta, a un acuerdo de control, a las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores o al <u>derecho no convencional</u>, produce uno de los siguientes efectos, o ambos: [...]</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 1-53 a 1-54</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 141 a 146</p>
<p>Artículo 1(m):</p> <p><i>por “<u>derecho no convencional</u>” se entenderá la legislación vigente en el Estado Contratante a que se refiere el artículo 2, con excepción de las disposiciones del presente Convenio;</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 1-55 a 1-60</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 75</p>

<p>Artículo 1(p):</p> <p><i>por “reglas uniformes” se entenderán, en relación a un sistema de liquidación de valores o de un sistema de compensación de valores, las reglas que rijan dicho sistema (incluidas las reglas del sistema formadas por el <u>derecho no convencional</u>) que sean comunes a los participantes o a una categoría de participantes y sean accesibles al público.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 1-100 a 101</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 75</p>
<p>Artículo 7(1):</p> <p><i>Un Estado Contratante podrá declarar que, en virtud de su <u>derecho no convencional</u>, una persona distinta del intermediario pertinente es la encargada de ejercer una o varias de las funciones (pero no todas ellas) del intermediario pertinente en virtud del presente Convenio, bien con carácter general, o bien, en relación con los valores intermediados o con las cuentas de valores, para ciertas categorías o clases de valores intermediados o de cuentas de valores.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 7-19</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 103, 203 a 207</p> <p>Memorándum de Declaraciones:</p> <p>Sección 4.C y Formulario adjunto 3.A y 3.B</p>
<p>Artículo 9(1)(a)(ii):</p> <p><i>El abono de valores en una cuenta de valores confiere al titular de cuenta: (a) la facultad de disfrutar y ejercer los derechos derivados de los valores, incluyendo en particular los dividendos, cualesquiera otros beneficios que se repartan, y los derechos de voto: (i) cuando el titular de cuenta no sea un intermediario o cuando se trate de un intermediario que actúe por cuenta propia; y (ii) en cualquier otro caso, cuando sea así previsto por el <u>derecho no convencional</u>;</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 9-16</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 82, 88 a 93</p>

<p>Artículo 9(1)(c):</p> <p><i>El abono de valores en una cuenta de valores confiere al titular de cuenta: [...]: (c) la facultad de instar, mediante instrucciones impartidas al intermediario pertinente, que los valores puedan ser mantenidos de forma distinta que a través de una cuenta de valores, en la medida permitida por la ley aplicable, los términos que rigen estos valores y, en la medida permitida por el <u>derecho no convencional</u>, del contrato de cuenta o las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores;</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 9-21 a 9-26</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 82 y ss., 236</p>
<p>Artículo 9(1)(d):</p> <p><i>El abono de valores en una cuenta de valores confiere al titular de cuenta: [...]: (d) salvo disposición en contrario del presente Convenio, todos los demás derechos, incluidos los derechos sobre los valores, que puedan ser conferidos por el <u>derecho no convencional</u>.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 9-27 a 9-30</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 82, 88 y ss.</p>
<p>Artículo 9(3):</p> <p><i>Cuando un titular de cuenta haya adquirido un derecho real de garantía, o un derecho real limitado distinto de un derecho real de garantía, mediante el abono de valores en su cuenta de valores con arreglo al artículo 11 (4), el <u>derecho no convencional</u> determinará cualesquiera limitaciones a los derechos descritos en el apartado 1 del presente artículo.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 9-31 a 9-33</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 82, 88, 94 a 97</p>

<p>Artículo 10(2)(c), (e), y (f):</p> <p><i>Un intermediario debe, al menos: [...] (c) cumplir con cualquier instrucción que le dé el titular de cuenta u otra persona autorizada, según se disponga por el <u>derecho no convencional</u>, el contrato de cuenta o las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores; [...] (e) transmitir periódicamente información a los titulares de cuentas relativa a los valores intermediados, incluyendo la información que sea necesaria para que los titulares de cuentas ejerzan sus derechos, si así lo establece el <u>derecho no convencional</u>, el contrato de cuenta o las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores; y (f) transferir con regularidad a los titulares de cuentas los dividendos o cualesquiera otros beneficios que se repartan en relación con los valores intermediados, si así lo establece el <u>derecho no convencional</u>, el contrato de cuenta o las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 10-10, 10-13, 10-15 a 10-17</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 101 a 119, 221</p>
<p>Artículo 11(2):</p> <p><i>Para hacer efectiva frente a terceros la adquisición de valores intermediados no será necesario ningún requisito adicional, ni podrá exigirlo el <u>derecho no convencional</u> o cualquier otra norma aplicable en un procedimiento de insolvencia.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 11-17 a 11-19</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 125, 131</p>
<p>Artículo 12(2):</p> <p><i>No será necesario ningún requisito adicional, ni podrá requerirse por el <u>derecho no convencional</u> o cualquier otra norma aplicable en un procedimiento de insolvencia, para hacer que este derecho sea oponible frente a terceros.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 12-31, los cuales también se refieren Párr. 11-17 a 11-19</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 138</p>

<p>Artículo 13:</p> <p><i>El presente Convenio no excluye ningún modo previsto por el <u>derecho no convencional</u> para: (a) la adquisición o la disposición de valores intermediados o de un derecho sobre dichos valores, o (b) la constitución de un derecho sobre los valores intermediados y para hacer que dicho derecho sea oponible frente a terceros, distinto a los modos previstos en los artículos 11 y 12.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 13-5 a 13-6</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 138 a 140, 155 a 157, 183, 188, 197, 255</p>
<p>Artículo 15(1)(e):</p> <p><i>Un intermediario únicamente podrá efectuar un adeudo de valores en una cuenta de valores, hacer o suprimir una inscripción contable o disponer de otra forma de los valores intermediados solamente si se le autoriza a ello: [...] (e) por el <u>derecho no convencional</u>.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 15-17</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 160 y ss.</p>
<p>Artículo 15(2):</p> <p><i>El <u>derecho no convencional</u> y, en la medida permitida por este último, el contrato de cuenta o las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores determinarán las consecuencias de: un adeudo no autorizado; de la cancelación no autorizada de una inscripción contable, y, con sujeción a lo dispuesto en el artículo 18(2), de una inscripción contable no autorizada; o de cualquier otra disposición no autorizada.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 15-18 a 15-21</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 160 a 171</p>
<p>Artículo 16:</p> <p><i>Con sujeción a lo dispuesto en el artículo 18, el <u>derecho no convencional</u> y, en la medida permitida por este último, el contrato de cuenta o las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores, determinarán la posibilidad y las circunstancias en las que un adeudo, un abono, una inscripción contable o la rectificación de una inscripción contable son nulos, susceptibles de ser rectificadas o pueden quedar sometidos a una condición, y las consecuencias de todo ello.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 16-9 a 16-23</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 160 a 171, 221</p>

<p>Artículo 18(5):</p> <p><i>En la medida que el <u>derecho no convencional</u> lo permita, el apartado 2 está sujeto a cualquiera de las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores o del contrato de cuenta.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 18-11 a 18-14</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 172, 221</p>
<p>Artículo 19(2):</p> <p><i>Con sujeción a lo dispuesto en el apartado 5 y en el artículo 20, los derechos que devengan oponibles frente a terceros con arreglo al artículo 12 tendrán preferencia sobre cualquier otro derecho que devenga oponible frente a terceros en virtud de cualquier otro modo previsto por el <u>derecho no convencional</u>.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 19-13</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 183 a 184</p>
<p>Artículo 19(7):</p> <p><i>Un Estado Contratante podrá declarar que, en virtud de su <u>derecho no convencional</u> y con sujeción a lo dispuesto en el apartado 4, un derecho concedido mediante una inscripción contable tendrá preferencia sobre cualquier derecho otorgado por cualquier otro modo de los previstos en el artículo 12.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Para 19-17</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 153, 189</p> <p>Memorándum de Declaraciones:</p> <p>Sección 4.E y Formulario adjunto N°. 5</p>
<p>Artículo 22(3):</p> <p><i>Un Estado Contratante podrá declarar que, según su <u>derecho no convencional</u>, un embargo de valores intermediados de un titular de cuenta efectuado frente a, o que pudiera afectar a una persona distinta del intermediario pertinente, producirá sus efectos igualmente frente al intermediario pertinente. Esta declaración identificará a esa otra persona por su nombre o por categoría y precisará en qué momento el embargo produce sus efectos frente al intermediario pertinente.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 22-19 a 22-22</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 203 a 208</p> <p>Memorándum de Declaraciones:</p> <p>Sección 4.F and Formulario adjunto N°. 6</p>

<p>Artículo 23(2)(d):</p> <p><i>El apartado 1 [que establece que “[u]n intermediario no está obligado, ni será autorizado, a cumplir con cualquier instrucción relativa a valores intermediados de un titular de cuenta impartida por cualquier otra persona distinta de dicho titular de cuenta”] se aplicará con sujeción a: [...] (d) cualquier disposición aplicable del <u>derecho no convencional</u>;</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 23-26 a 23-27</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 106, 114-117</p>
<p>Artículo 24(3):</p> <p><i>En el caso de que, en cualquier momento, deje de observarse lo dispuesto en el apartado 1, el intermediario deberá adoptar las medidas necesarias para ajustarse a ello, dentro del plazo establecido por el <u>derecho no convencional</u>.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 24-20 a 24-21</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 217</p>
<p>Artículo 24(4):</p> <p><i>El presente artículo no afectará a ninguna disposición del <u>derecho no convencional</u>, ni, en la medida permitida por <u>este</u>, a ninguna disposición de las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores o del contrato de cuenta, respecto del modo de cumplir con los requisitos dimanantes del presente artículo o de la distribución de los costes por garantizar el cumplimiento con tales requisitos, o de cualquier otro modo, con respecto a las consecuencias por cualquier incumplimiento de tales requisitos.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 24-22</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 218</p>
<p>Artículo 25(3):</p> <p><i>La afectación exigida en el apartado 1 se llevará a cabo de conformidad con el <u>derecho no convencional</u> y, en la medida exigida o permitida por <u>este</u>, mediante acuerdos adoptados por el intermediario pertinente.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 25-15</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 213</p>

<p>Artículo 25(5):</p> <p><i>Un Estado Contratante podrá declarar que, cuando todos los valores y valores intermediados mantenidos por un intermediario para sus titulares de cuentas, distintos de sí mismo, sean objeto de segregación en el sentido del apartado 4, la afectación exigida por el apartado 1 se aplicará únicamente, conforme a su <u>derecho no convencional</u>, a tales valores y valores intermediados, y no a los valores y valores intermediados mantenidos por un intermediario por cuenta propia.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 25-19 a 25-20</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 212, 215, 262, 270</p> <p>Memorándum de Declaraciones:</p> <p>Sección 4.G y Formulario adjunto N°. 7</p>
<p>Artículo 26(3):</p> <p><i>En la medida permitida por el <u>derecho no convencional</u>, cuando el intermediario sea el gestor de un sistema de liquidación de valores, y las reglas uniformes de dicho sistema prevean la distribución de pérdidas, estas deberán ser soportadas de conformidad con esas reglas.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 26-12</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 221</p>
<p>Artículo 28(1) y (2):</p> <p><i>(1) Las obligaciones de un intermediario en virtud del presente Convenio, incluido el modo en que un intermediario deba cumplirlas, podrán precisarse por el <u>derecho no convencional</u> y, en la medida permitida por este, por el contrato de cuenta o por las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores.</i></p> <p><i>(2) Si el contenido de cualquiera de dichas obligaciones es concretado por el <u>derecho no convencional</u> o, en la medida permitida por este, por el contrato de cuenta o por las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores, su cumplimiento satisfará dichas obligaciones.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 28-10 a 28-13</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 106, 118 a 119, 221</p>

<p>Artículo 28(3):</p> <p><i>La responsabilidad de un intermediario con respecto a sus obligaciones se regirá por el <u>derecho no convencional</u> y, en la medida permitida por este, por el contrato de cuenta o por las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 28-15 a 28-17</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 106, 120 a 122, 221</p>
<p>Artículo 31(2):</p> <p><i>El presente capítulo no afecta a aquellas disposiciones del <u>derecho no convencional</u> que otorgan derechos o facultades adicionales a un beneficiario de una garantía, u obligaciones adicionales al garante.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 31-17 a 31-18</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 286</p>
<p>Artículo 34(4):</p> <p><i>El ejercicio de un derecho de uso no supone la nulidad o la ineficacia de derecho alguno para el beneficiario de la garantía en virtud del contrato de garantía en cuestión o del <u>derecho no convencional</u>.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 34-17</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 278</p>
<p>Artículo 35:</p> <p><i>Los artículos 33 y 34 no afectarán a requisito alguno impuesto por el <u>derecho no convencional</u> sobre proceder de forma mercantilmente razonable en la ejecución o la valoración de valores intermediados entregados como garantía o al cálculo de cualquier obligación.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 35-8 a 35-11</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 287</p>
<p>Artículo 36(1)(a)(iii):</p> <p><i>Cuando un contrato de garantía incluya: (a) la obligación de entregar valores intermediados adicionales: [...] (iii) en la medida que lo permita el <u>derecho no convencional</u>, cualquier otra circunstancia que figure en el contrato de garantía; o</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 36-21</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 285</p>

ANEXO 2
REFERENCIAS A “LEY APLICABLE”

Referencias en el Convenio	Para mayor detalle
<p>Artículo 2(a): <i>El presente Convenio será aplicable cuando: (a) las normas de conflicto de leyes designen como <u>ley aplicable</u> la ley vigente en un Estado Contratante;</i></p>	<p>Comentario Oficial: Párr. 2-6 a 2-9</p> <p>Guía Legislativa: Párr. 296</p>
<p>Artículo 3: <i>Si la ley del Estado del foro no es la <u>ley aplicable</u>, el Estado del foro aplicará el Convenio y las declaraciones, si las hubiera, realizadas por el Estado Contratante cuya ley se aplique, y no las declaraciones, si las hubiera, realizadas por el Estado del foro.</i></p>	<p>Comentario Oficial: Párr. 3-5 a 3-7</p> <p>Guía Legislativa: Párr. 299</p>
<p>Artículo 9(1)(c): <i>El abono de valores en una cuenta de valores confiere al titular de cuenta: [...]: (c) la facultad de instar, mediante instrucciones impartidas al intermediario pertinente, que los valores puedan ser mantenidos de forma distinta que por medio de una cuenta de valores, en la medida permitida por la <u>ley aplicable</u>, los términos que rigen estos valores y, en la medida permitida por el derecho no convencional, del contrato de cuenta o las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores;</i></p>	<p>Comentario Oficial: Párr. 9-8, 9-21 a 9-26</p> <p>Guía Legislativa: Párr. 82, 236</p>
<p>Artículo 9(2)(b): <i>Salvo disposición en contrario del presente Convenio: [...] (b) los derechos a que se refiere el apartado 1 (a) podrán ejercerse frente al intermediario pertinente o al emisor de los valores, o a ambos, de conformidad con lo establecido en el presente Convenio, los términos de los valores y de la <u>ley aplicable</u>;</i></p>	<p>Comentario Oficial: Párr. 9-17</p> <p>Guía Legislativa: Párr. 100 a 101</p>

<p>Artículo 12(8):</p> <p><i>La <u>ley aplicable</u> determinará en qué circunstancias se constituye y deviene oponible frente terceros un derecho de garantía no contractual sobre los valores intermediados.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 12-20</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 159</p>
<p>Artículo 18(4):</p> <p><i>Cuando el adquirente no quede protegido en virtud del apartado 1 o del apartado 2, la <u>ley aplicable</u> determinará los derechos y la responsabilidad, en su caso, del adquirente.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Paras 18-17 a 18-18</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 178</p>
<p>Artículo 19(5):</p> <p><i>Un derecho de garantía no contractual sobre los valores intermediados constituido con arreglo a la <u>ley aplicable</u> gozará de la preferencia que la <u>ley aplicable</u> le conceda.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 19-15</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 192 a 195</p>
<p>Artículo 19(6):</p> <p><i>En las relaciones entre las personas facultadas con los derechos a los que se refieren los apartados 2, 3 y 4 y, en la medida permitida por la <u>ley aplicable</u>, el apartado 5, las preferencias establecidas por el presente artículo podrán ser modificadas mediante un acuerdo entre esas personas, pero este acuerdo afectará a terceros.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 19-16</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 187</p>

ANEXO 3
REFERENCIAS A NORMAS RELATIVAS A LA
INSOLVENCIA

Referencias en el Convenio	Para mayor detalle
<p>Prefacio, Considerando 9:</p> <p><i>SUBRAYANDO que este Convenio no pretende armonizar o de otro modo afectar al <u>derecho de insolvencia</u> salvo en la medida necesaria para asegurar la eficacia de los derechos y facultades regulados por este Convenio,</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. P-10</p>
<p>Artículo 1(h):</p> <p><i>por “<u>procedimiento de insolvencia</u>” se entenderá un procedimiento colectivo, judicial o administrativo, incluido un procedimiento provisional, en el que los activos y las actividades del deudor están sujetos al control o supervisión de un tribunal o de cualquier otra autoridad competente con fines de reorganización o liquidación;</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 1-46</p>
<p>Artículo 1(i):</p> <p><i>por “administrador concursal” se entenderá una persona (incluido, el deudor objeto de un <u>procedimiento de insolvencia</u> sin privación de la administración societaria, si procede) autorizada para administrar un <u>procedimiento de insolvencia</u>, incluido uno con carácter provisional;</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 1-47</p>
<p>Artículo 11(2):</p> <p><i>Para hacer oponible frente a terceros la adquisición de valores intermediados no será necesario ningún requisito adicional, ni podrá exigirlo el derecho no convencional o cualquier otra norma aplicable en un <u>procedimiento de insolvencia</u>.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 11-17 a 11-19</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 125, 131</p>

<p>Artículo 12(2):</p> <p><i>No será necesario ningún requisito adicional, ni podrá ser requerido por el derecho no convencional o cualquier otra norma jurídica aplicable en un <u>procedimiento de insolvencia</u>, para hacer que este derecho sea oponible frente a terceros.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 12-12</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 138 y ss.</p>
<p>Artículo 14(2):</p> <p><i>El párrafo 1 [que establece que “[l]os derechos y facultades que hayan devenido efectivos frente a terceros en virtud del artículo 11 o del artículo 12, serán oponibles frente al administrador concursal y a los acreedores en cualquier <u>procedimiento de insolvencia</u>] no afectará a la aplicación de cualquier norma jurídica material o procesal aplicable en virtud del <u>procedimiento de insolvencia</u>, como las normas relativas a: (a) el rango de las diferentes clases de créditos; (b) la rescisión de cualquier preferencia o acto de disposición hecho en fraude de acreedores; o (c) la ejecución de derechos sobre cualquier bien que esté bajo el control o la supervisión del administrador concursal.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 14-6 a 14-11</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 253</p>
<p>Artículo 21:</p> <p><i>(1) Los derechos y facultades de los titulares de cuentas de un intermediario pertinente que hayan devenido eficaces frente a terceros en virtud del artículo 11 y los derechos constituidos por esos titulares de cuentas que son eficaces en virtud del artículo 12 serán oponibles frente al administrador concursal y los acreedores en un <u>procedimiento de insolvencia</u> del intermediario pertinente o de cualquier otra persona encargada de una función del intermediario pertinente con arreglo al artículo 7.</i></p> <p><i>(2) El apartado 1 no afectará a: (a) ninguna norma jurídica aplicable en el <u>procedimiento de insolvencia</u> relativa a la rescisión de una preferencia o un acto de disposición hecho en fraude de acreedores; o (b) ninguna norma procesal relativa a la ejecución de derechos sobre bienes que estén bajo el control o la supervisión del administrador concursal.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 21-10 a 21-14</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 256 a 258</p>

<p>(3) <i>El presente artículo no afectará a la oponibilidad de un derecho sobre valores intermediados frente al administrador concursal y los acreedores en un <u>procedimiento de insolvencia</u> a los que se refiere el apartado 1, cuando dicho derecho haya devenido eficaz en virtud de alguno de los modos a los que se refiere el artículo 13.</i></p>	
<p>Artículo 26(1):</p> <p><i>El presente artículo se aplicará en todo <u>procedimiento de insolvencia</u> relativo a un intermediario, salvo disposición concurrente en contrario aplicable en dicho procedimiento.</i></p>	<p>Comentario Oficial: Párr. 26-1, 26-9</p> <p>Guía Legislativa: Párr. 259</p>
<p>Artículo 27:</p> <p><i>En la medida permitida por la normativa que rija un sistema, serán aplicables las disposiciones siguientes, a pesar de la apertura de un <u>procedimiento de insolvencia</u> del gestor del sistema o de un participante en el sistema, y a pesar de cualquier nulidad, anulación o revocación que de otro modo pudiera resultar en virtud de cualquier disposición aplicable en un <u>procedimiento de insolvencia</u>:</i></p> <p><i>(a) cualquier disposición de las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u> o de <u>un sistema de compensación de valores</u>, en la medida en que esa disposición excluya la revocación de cualquier instrucción impartida por un participante en el sistema para disponer de valores intermediados, o para efectuar un pago relativo a una adquisición o a una disposición de valores intermediados, después del momento en que esa instrucción se considere irrevocable con arreglo a las reglas del sistema;</i></p>	<p>Comentario Oficial: Párr. 27-1 a 27-3, 27-19</p> <p>Guía Legislativa: Párr. 223</p>

<p><i>(b) cualquier disposición de las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u>, en la medida en que esa disposición excluya la nulidad o la anulación de un adeudo, de un abono, de una inscripción contable o de la cancelación de una inscripción contable, en una cuenta de valores que forme parte del sistema, después del momento en que dicho adeudo, abono, inscripción contable o la cancelación de la inscripción contable se considere que no es susceptible de ser rectificadas con arreglo a las reglas del sistema.</i></p>	
---	--

ANEXO 4
REFERENCIAS A LAS REGLAS UNIFORMES DE
SCV y SLV

Referencias en el Convenio	Para mayor detalle
<p>Artículo 1(l):</p> <p><i>por “inscripción contable” se entenderá la inscripción en una cuenta de valores en favor de una persona (incluido el intermediario pertinente) distinta del titular de cuenta en relación a valores intermediados que, conforme al contrato de cuenta, a un acuerdo de control, a las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u> o al derecho no convencional, produce uno o ambos de los siguientes efectos:</i></p> <p>[...]</p> <p><i>(ii) el intermediario pertinente está obligado, sin necesidad del consentimiento adicional del titular de cuenta, a cumplir las instrucciones dadas por esa persona en relación con los valores intermediados a los que afecta la inscripción, en las circunstancias y en las materias previstas por el contrato de cuenta, por un acuerdo de control o por las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u>;</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 1-50 a 1-54</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 141 a 146</p>
<p>Artículo 1(n):</p> <p><i>por “sistema de liquidación de valores” se entenderá un sistema que: (i) realice la liquidación, o la compensación y la liquidación, de las operaciones de valores, (ii) sea gestionado por uno o varios bancos centrales o esté sometido a la regulación, supervisión o vigilancia de una autoridad gubernamental o pública, en relación a sus normas; y (iii) haya sido designado como tal en una declaración del Estado Contratante cuyo derecho regule el sistema por motivos de reducción de riesgo que afecte a la estabilidad del sistema financiero;</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 1-61 a 1-88</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 70, 220 y ss.</p> <p>Memorándum de Declaraciones:</p> <p>Sección 4.A y Formulario adjunto N°. 1</p>

<p>Artículo 1(o):</p> <p><i>por “sistema de compensación de valores” se entenderá un sistema que: (i) realice la compensación, pero no la liquidación, de las operaciones de valores mediante una contrapartida central o de otro modo; (ii) sea gestionado por uno o varios bancos centrales o esté sometido a la regulación, supervisión o vigilancia de una autoridad gubernamental o pública en relación con sus normas; y (iii) haya sido designado como tal en una declaración del Estado Contratante cuyo derecho regule el sistema por motivos de reducción de riesgo que afecte a la estabilidad del sistema financiero;</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Paras 1-89 a 1-99</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 70, 220 y ss.</p> <p>Memorándum de Declaraciones:</p> <p>Sección 4.A y Formulario adjunto N°. 1</p>
<p>Artículo 1(p):</p> <p><i>por “<u>reglas uniformes</u>” se entenderán, en relación a un sistema de liquidación de valores o de un sistema de compensación de valores, las reglas que regulen dicho sistema (incluidas las reglas del sistema formadas por el derecho no convencional) que sean comunes a los participantes o a una categoría de participantes y sean accesibles al público.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 1-100 a 1-107</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 75</p>
<p>Artículo 9(1)(c):</p> <p><i>El abono de valores en una cuenta de valores confiere al titular de cuenta: [...]: (c) la facultad de instar, mediante instrucciones impartidas al intermediario pertinente, que los valores puedan ser mantenidos de forma distinta que por medio de una cuenta de valores, en la medida permitida por la ley aplicable, los términos que rigen estos valores y, en la medida permitida por el derecho no convencional, del contrato de cuenta o las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u>;</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 9-24 a 9-26</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 82, 236</p>

<p>Artículo 10(2)(c), (e) y (f):</p> <p><i>Un intermediario debe, al menos: [...] (c) cumplir con cualquier instrucción que le dé el titular de cuenta u otra persona autorizada, de conformidad con lo dispuesto en el derecho no convencional, el contrato de cuenta o las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u>; [...] (e) transmitir periódicamente información a los titulares de cuentas relativa a los valores intermediados, incluyendo la información que sea necesaria para que los titulares de cuentas ejerzan sus derechos, si así lo establece el derecho no convencional, el contrato de cuenta o las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u>; y (f) transferir con regularidad a los titulares de cuentas los dividendos o cualesquiera otros beneficios que se repartan en relación con los valores intermediados, si así lo establece el derecho no convencional, el contrato de cuenta o las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u>.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 10-13, 10-15 a 10-17</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 100 a 119, 221</p>
<p>Artículo 15(2):</p> <p><i>El derecho no convencional y, en la medida permitida por este último, el contrato de cuenta o las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u> determinarán las consecuencias de un adeudo no autorizado; de la cancelación no autorizada de una inscripción contable, y, con sujeción a lo dispuesto en el artículo 18(2), de una inscripción contable no autorizada; o de cualquier otra disposición no autorizada.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 15-18 a 15-19</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 165 a 171</p>
<p>Artículo 16:</p> <p><i>Con sujeción a lo dispuesto en el artículo 18, en el derecho no convencional y, en la medida permitida por este último, el contrato de cuenta o las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u> determinarán si y bajo qué circunstancias un adeudo, un abono, una inscripción contable o la rectificación de una inscripción contable es nulo, susceptible de ser rectificado o de quedar sometido a una condición, y las consecuencias de todo ello.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 16-1 y 16-22</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 165 a 171</p>

<p>Artículo 18(5):</p> <p><i>En la medida que el derecho no convencional lo permita, el apartado 2 (que establece que “[s]alvo que un adquirente tenga efectivamente conocimiento, o debiera tener conocimiento, en el momento oportuno, de una anotación defectuosa anterior: (a) el abono, la inscripción contable o el derecho constituido no serán anulados ni declarados inoponibles frente a terceros ni susceptibles de ser rectificadas por motivos de esa anotación defectuosa; y (b) el adquirente no será responsable frente a persona alguna que pudiera beneficiarse de esa nulidad o de esa rectificación.”) está sujeto a cualquiera de las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u> o del contrato de cuenta.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 18-11 y 18-12</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 172, 221</p>
<p>Artículo 23(2)(e):</p> <p><i>El apartado 1 [que establece que “[u]n intermediario no está obligado ni autorizado a cumplir con instrucción alguna en relación con valores intermediados de un titular de cuenta, impartida por cualquier otra persona distinta de dicho titular de cuenta.”] se aplicará con sujeción a [...] (e) las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u> cuando el intermediario sea el gestor de dicho sistema.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 23-28</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 221</p>
<p>Artículo 24(4):</p> <p><i>El presente artículo no afectará a ninguna disposición del derecho no convencional, ni, en la medida permitida por este, a ninguna disposición de las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u> o del contrato de cuenta, respecto del modo de cumplir con los requisitos dimanantes del presente artículo o de la distribución de los costes por garantizar el cumplimiento con tales requisitos, o de cualquier otro modo, con respecto a las consecuencias por cualquier incumplimiento de tales requisitos.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 24-22</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 218</p>

<p>Artículo 26(3):</p> <p><i>En la medida permitida por el derecho no convencional, cuando el intermediario sea el gestor de un sistema de liquidación de valores, y las <u>reglas uniformes de dicho sistema</u> prevean la distribución de pérdidas, estas deberán ser soportadas de conformidad con esas reglas.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 26-12</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 221</p>
<p>Artículo 27:</p> <p><i>En la medida permitida por la normativa que rija ese sistema, son aplicables las disposiciones siguientes, a pesar de la apertura de un procedimiento de insolvencia contra el gestor del sistema o contra un participante en el sistema, y a pesar de toda nulidad, rectificación o revocación que pudiera resultar de las disposiciones aplicables en un procedimiento de insolvencia:</i></p> <p><i>a) cualquier disposición de las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores o de un sistema de compensación de valores</u>, en la medida en que esa disposición excluya la revocación de cualquier instrucción impartida por un participante en el sistema para disponer de valores intermediados, o para efectuar un pago relativo a una adquisición o a una disposición de valores intermediados, después del momento en que esa instrucción se considere irrevocable con arreglo a las reglas del sistema;</i></p> <p><i>(b) cualquier disposición de las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u>, en la medida en que esa disposición excluya la nulidad o la anulación de un adeudo, de un abono, de una inscripción contable o de la cancelación de una inscripción contable, en una cuenta de valores que forme parte del sistema, después del momento en que dicho adeudo, abono, inscripción contable o la cancelación de la inscripción contable se considere que no es susceptible de ser rectificadas con arreglo a las reglas del sistema.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 27-1 a 27-8</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 223</p>

<p>Artículo 28(1), (2) y (3):</p> <p><i>(1) Las obligaciones de un intermediario en virtud del presente Convenio, incluido el modo en que un intermediario deba cumplirlas, podrán precisarse por el derecho no convencional y, en la medida permitida por este, por el contrato de cuenta o por las reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores.</i></p> <p><i>(2) Si el contenido de cualquiera de dichas obligaciones es concretado por el derecho no convencional o, en la medida permitida por este, por el contrato de cuenta o por las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u>, su cumplimiento satisfará dichas obligaciones.</i></p> <p><i>(3) La responsabilidad de un intermediario con respecto a sus obligaciones se regirá por el derecho no convencional y, en la medida permitida por este, por el contrato de cuenta o por las <u>reglas uniformes de un sistema de liquidación de valores</u>.</i></p>	<p>Comentario Oficial:</p> <p>Párr. 28-1 a 28-3</p> <p>Guía Legislativa:</p> <p>Párr. 106 a 122, 221</p>
--	--

