

Información engañosa al inversor. De nuevo sobre la localización del daño puramente financiero*

Misleading information and investors. Back to the localisation of the financial damage

SARA SÁNCHEZ FERNÁNDEZ

*Assistant Professor.
IE Law School-IE University*

Recibido:08.09.2022 / Aceptado:17.11.2022

DOI: 10.20318/cdt.2023.7564

Resumen: El elemento fundamental de la normativa del mercado de valores es la transparencia. Cuando las obligaciones de información se incumplen, los inversores pueden sufrir un daño puramente financiero, que es inmaterial y, por tanto, difícil de localizar. Este trabajo aborda la dinámica que da lugar al daño en ilícitos del mercado de valores como fundamento para la correcta localización de este en supuestos transfronterizos. Sobre esta base, se analiza la jurisprudencia del TJUE relativa al art. 7.2 del Reglamento Bruselas I bis y, en particular, la reciente sentencia en el asunto VEB, que parece indicar un cambio de orientación hacia la localización del daño en el mercado afectado. Por último, se discute la posible extensión de las conclusiones al ámbito de la ley aplicable de acuerdo con el art. 4.1 del Reglamento Roma II.

Palabras clave: Daño financiero, mercado de valores, información engañosa, competencia judicial internacional, ley aplicable.

Abstract: The pivotal element of capital markets regulation is disclosure. Where misleading information is disseminated, investors may suffer a pure economic loss, which is immaterial and, thus, difficult to locate. This paper covers the dynamics between information, price and damage in capital markets as the fundamental element to correctly locate financial loss in cross-border scenarios. On this basis, I analyse the CJEU case law on the interpretation of art. 7.2 Brussels I bis Regulation, in particular the latest judgment VEB, which apparently turns to a market-oriented location of the damage. Lastly, I discuss whether the conclusions may be extrapolated to the determination of the law applicable under art. 4.1 of Rome II Regulation.

Keywords: Financial damage, capital markets, misleading information, international jurisdiction, law applicable

Sumario: I. Introducción. II. Daño puramente financiero en el mercado de valores. 1. Obligaciones de transparencia, precio y daño. 2. Responsabilidad civil en supuestos transfronterizos. A) Calificación. B) Criterios de conexión. II. RBI bis y localización del daño financiero en la jurisprudencia del TJUE. 1. El papel del domicilio de la víctima. 2. Otros criterios de conexión: la cuenta bancaria del inversor y “el resto de circunstancias”. A) *Kolassa*: el domicilio del inversor y su cuenta bancaria a) El hecho generador del daño. b) Materialización del daño. B) *Universal Music y Löber*: “las circunstancias particulares”. 3. El papel de la información en la sentencia en el asunto VEB. A) Las diferencias con *Kolassa* y *Löber*. B) La distribución de la información no es una “circunstancia particular” más. C) ¿Un nuevo criterio de conexión? D) Una solución también para el mercado primario. E) Un criterio de conexión complementario. IV. Lecciones en materia de ley aplicable. V. Conclusiones.

* Este trabajo se enmarca dentro de las actividades de investigación de la Cátedra Pérez-Llorca/IE de la Escuela de Derecho de IE Universidad”.

I. Introducción

1. La normativa del mercado de valores pivota sobre una pieza esencial: la información. Los textos legislativos, casi en su totalidad de origen europeo, establecen una serie de obligaciones de transparencia para los emisores de valores con el fin de proteger el funcionamiento del mercado y a los inversores que adquieren en él. Así, por ejemplo, se establecen obligaciones de información en el momento en que se ofrecen los valores al público o se solicita la admisión en un mercado regulado y, cuando ya han sido admitidos, se exige la publicación de información privilegiada o la publicación periódica de los informes financieros del emisor.¹

2. En ocasiones, los inversores que adquieren y venden valores en el mercado lo hacen confiando en una información que, posteriormente, se demuestra engañosa. Como consecuencia de ello, los valores se deprecian y los inversores sufren un daño financiero, ie la diferencia entre el precio distorsionado por la información engañosa y el precio corregido posteriormente. El Derecho nacional de los Estados miembros prevé un régimen de acuerdo con el cual estos pueden lograr la compensación del daño.²

3. En un contexto internacional, en el que por ejemplo una sociedad ofrezca los valores en más de un Estado o estos estén admitidos a negociación en más de un mercado nacional, los inversores se enfrentan, fundamentalmente, a dos cuestiones. Necesitan saber, de un lado, ante qué tribunales nacionales pueden ejercitar la acción de compensación del daño sufrido y, de otro, qué ley rige su reclamación, de acuerdo con los Reglamentos Bruselas I bis (RBI bis)³ y Roma II (RRII)⁴, respectivamente. El criterio de conexión que emplean las normas de ambos textos es el lugar donde se produce el daño,⁵ de manera que la respuesta a ambas preguntas requiere de la localización del daño que han sufrido los inversores, que es un daño puramente financiero y, por ende, inmaterial y difícil de localizar.

¹ Véase el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (Texto pertinente a efectos del EEE), *DOUE* L 168 de 30 de junio de 2017, p. 12 (“Reglamento de Folletos”), el Reglamento (UE) No 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión, *DOUE* L 173 de 12 de junio de 2014, p. 1, y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, *DOUE* L 390 de 31 de diciembre de 2004, p. 38 (“Directiva de Transparencia”). La Directiva está transpuesta en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, *BOE* núm. 255, de 24 de octubre de 2015 (“TRLMV”). Por supuesto, estas no son las únicas normas relevantes en este ámbito, véase por ejemplo el art. 51.3 de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, *DOUE* L 173 de 12 de junio de 2014, p. 349 (“MIFID II”), que establece la obligación de los mercados regulados de establecer mecanismos para comprobar que los emisores cumplan con sus obligaciones de información.

² Véase, por ejemplo, el régimen de responsabilidad derivada del folleto en España, regulado en el art. 38 TRLMV y arts. 32-37 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, *BOE* núm. 274, de 16 de noviembre de 2005. No en todas las jurisdicciones y no en relación con todos los ilícitos del mercado de valores existe un régimen específico para la compensación de los daños, sino que se aplican las reglas generales de responsabilidad civil. Así, por ejemplo, en Francia no existe tal régimen específico en el caso de la responsabilidad civil derivada del folleto, vid. T. BONNEAU, “France”, *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, en D. BUSCH, G. FERRARINI, J. P. FRANX (Eds.), Oxford, 2020, pp. 493 y ss., p. 493.

³ Reglamento (CE) No 1215/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 12 de diciembre de 2012 relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, *DOUE* L 351 de 20 de diciembre de 2012, p. 1. Naturalmente, el RBI bis solamente resulta de aplicación cuando el demandado estuviera domiciliado en un Estado miembro. No obstante, cuando el demandado tenga su domicilio en un tercer Estado, es de aplicación el art. 22 quinquies b) de la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial, *BOE* núm. 157, de 2 de julio de 1985, que establece una regla similar que ha de interpretarse de la misma manera. Vid. F. J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Derecho internacional privado*, Thomson Reuters, 2019, p. 119.

⁴ Reglamento (CE) No 864/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales («Roma II»), *DOE* L 199 de 31 de julio de 2007, p. 40.

⁵ Art. 7.2 RBI bis y art. 4.1 RRII.

4. El TJUE ha abordado la cuestión de la localización del daño puramente financiero a efectos del RBI bis en diversos supuestos,⁶ incluidos específicamente aquellos relativos a ilícitos en el mercado de valores.⁷ En la presente contribución, se aborda la localización del daño financiero en el caso concreto de la difusión de informaciones engañosas en el mercado de valores en violación de las normas de transparencia, a efectos de ambos reglamentos. El planteamiento de base es que se trata de situaciones con características diferenciadas respecto de otros casos en que resulte un daño financiero. Por tanto, requiere de un análisis separado, fundado en las particularidades del ilícito del que surge el daño, ie la difusión de informaciones engañosas incumpliendo las normas de transparencia del mercado de valores.⁸

5. Por ello, el trabajo parte de la descripción de la dinámica que se genera entre la información que se difunde por obligación de las normas de transparencia en el mercado de valores, la formación del precio de los instrumentos financieros en este y el daño que sufren los inversores cuando las informaciones se demuestran posteriormente engañosas (apartado II). Esta interrelación es clave para entender qué opciones existen a la hora de localizar este daño puramente financiero a efectos de los RBI bis y RR II. En el apartado III, se analiza la jurisprudencia del TJUE a este respecto en interpretación del RBI bis, que es poco clara y que, por tanto, da cabida a diversas interpretaciones. A continuación, y dada la ausencia de jurisprudencia respecto del RR II, se discute en qué medida se pueden extrapolar las conclusiones alcanzadas en el apartado anterior al ámbito de la ley aplicable (apartado IV). Por último, se recapitulan las conclusiones más relevantes (apartado V).

II. Daño puramente financiero en el mercado de valores

1. Obligaciones de transparencia, precio y daño

6. El supuesto tipo en el que surge el daño al que nos referimos en este trabajo es el siguiente. Un emisor de valores negociables distribuye información en el mercado de capitales en cumplimiento de sus obligaciones de transparencia. Por ejemplo, conforme al Reglamento de Folletos en el momento de realizar una oferta pública de valores o en el momento de solicitar la admisión a negociación de los valores en un mercado regulado en un Estado miembro. En esos casos, es obligatorio elaborar, someter a aprobación por la autoridad competente (en España la CNMV) y publicar un folleto que incluya información sobre la oferta pero también, por lo que aquí nos interesa, información económica y financiera relativa al emisor.⁹ O, en el mercado secundario, de acuerdo con las normas de transparencia, que exigen la publicación periódica (informes anuales y semestrales) y continua de información (p.ej. adquisición de participaciones significativas) durante el tiempo en que los valores estén admitidos a negociación en

⁶ Entre otras, STJUE de 11 de enero de 1990, C-220/88, *Dumez France, Tracoba y Hessische Landesbank (Helaba), Salvatorplatz-Grundstücksgesellschaft mbH & Co. oHG Saarland, Lübecker Hypothekenbank*, ECLI:EU:C:1990:8 (“Dumez”); STJUE de 19 de septiembre de 1995, C-364/93, *Antonio Marinari y Lloyd’s Bank pld y Zubaidi Trading Company*, ECLI:EU:C:1995:289 (“Marinari”); STJUE de 10 de junio de 2004, C-168/02, *Rudolf Kronhofer y Marianne Maier, Christian Möller, Wirich Hofius, Zeki Karan*, ECLI:EU:C:2004:364 (“Kronhofer”); STJUE de 16 de junio de 2016, C-12/15, *Universal Music International Holding BV contra Michael Têtreault Schilling y otros*, ECLI:EU:C:2016:449 (“Universal Music”).

⁷ STJUE de 28 de enero de 2015, C-375/13, *Harald Kolassa contra Barclays Bank plc*, ECLI:EU:C:2015:37 (“Kolassa”); STJUE de 12 de septiembre de 2018, C304/17, *Helga Löber y Barclays Bank plc*, ECLI:EU:C:2018:701 (“Löber”) y STJUE 12 de mayo de 2021, C709/19, *Vereniging van Effectenbezitters y BP plc*, ECLI:EU:C:2021:377 (“VEB”).

⁸ Véase S. CORNELOUP “Roma II y el Derecho de los mercados financieros: el ejemplo de los daños causados por la violación de las obligaciones de información”, *AEDIPr*, 2011, pp. 63-87, p. 65. Como señala, existen dos vías metodológicas para aproximarse a este tema. De un lado, se puede abordar la localización del daño en función del tipo de daño, p.ej. daño moral o daño puramente financiero. Una segunda vía se fijaría, en cambio, en el tipo de ilícito. Este trabajo sigue la segunda vía metodológica y se refiere a daños puramente financieros que se generan en el caso concreto de informaciones engañosas en los mercados de valores.

⁹ Art. 6 del Reglamento de Folletos. La publicación se realiza siempre online, en la web del emisor, de los intermediarios o del operador del mercado en que se vayan a negociar los valores, además de en la web de la autoridad competente y de la AEVM (art. 21).

un mercado regulado de la UE¹⁰; o conforme a las normas sobre abuso de mercado, que imponen que se haga pública información privilegiada en determinados circunstancias.¹¹

7. Dado que en la UE las normas que establecen obligaciones de información en el mercado de valores se encuentran armonizadas (Directiva de Transparencia), cuando no uniformizadas (Reglamento de Folletos), en supuestos transfronterizos intra europeos solamente se necesita la supervisión de una autoridad competente nacional en relación con la información necesaria para lanzar una oferta pública de valores negociables, para obtener la admisión a negociación de estos en un mercado secundario y para cumplir con las obligaciones de información periódica y continua de las sociedades pluricotizadas.¹² Tal autoridad es la del Estado miembro de origen. Con carácter general, este es el del domicilio social del emisor.¹³

8. La información que los emisores tienen que hacer pública tiene por objetivo, de un lado, proteger el funcionamiento del mercado, ie la confianza que se genera en los inversores en relación con los valores que se negocian en ese mercado, así como salvaguardar el mecanismo de formación de precios en este. Y, de otro lado, proteger a los inversores para que puedan adoptar decisiones de inversión informadas, confiando en la exactitud y fiabilidad de esa información. En principio, un inversor racional adoptará sus decisiones de inversión sobre la base de la información disponible. De esta manera, los diversos operadores del mercado procesan esa información disponible, que se traduce en lo que se ha denominado una “tendencia inversora” en el mercado. En último término, ello se refleja en el precio, que resulta una referencia asequible para que los inversores (al menos los minoristas) valoren la inversión.¹⁴

9. Pues bien, en los supuestos a los que nos referimos en este trabajo, la información relativa a la situación económica y financiera del emisor, supervisada por la autoridad competente, se alega que es engañosa. Con su difusión, se altera el mecanismo de formación de precios del mercado, con ello la asignación eficiente del capital, y se afecta a la confianza en el propio funcionamiento del mercado. Si la información es engañosa y esta se refleja en el precio, los inversores adquieren los valores a un precio distorsionado, ie más elevado del que correspondería. Con posterioridad, cuando se sabe que esa información era engañosa, los valores se deprecian. En consecuencia, los inversores sufren un daño financiero, la diferencia entre el precio que se pagó por los valores sobre la base de la información engañosa y el precio “corregido” por la información sobre la verdadera situación del emisor.

10. Los siguientes dos ejemplos, uno de mercado primario y otro de mercado secundario, sirven para ilustrar lo anterior. El primero se refiere a la salida a Bolsa de Bankia SA (“Bankia”) en 2011. Las acciones de Bankia se ofertaron al público sobre la base de un folleto informativo, aprobado por la CNMV en junio de 2011, que mostraba una visión de la situación financiera de Bankia positiva. En mayo de 2012, Bankia reformuló sus cuentas de 2011 y presentó pérdidas por un valor aproximado de 3.000 millones de euros. Los inversores que adquirieron las acciones de Bankia sobre la base del folleto engañoso lo hicieron a un precio distorsionado, puesto que este no reflejaba la difícil situación financiera de la entidad. Cuando, al saberse de la verdadera situación de Bankia, los valores se depreciaron, los inversores sufrieron un daño financiero.¹⁵

¹⁰ Véanse arts. 118 y ss. sobre información periódica y art. 125 y ss. del TRLMV sobre información continua. Estas obligaciones se desarrollan en el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, *BOE* núm. 252, de 20 de octubre de 2007 (“RD 1362/2007”).

¹¹ Véase por ejemplo el art. 17 del Reglamento sobre abuso de mercado.

¹² Véanse, por ejemplo, los arts. 24 y 25 del Reglamento de Folletos.

¹³ Art. 2 m) Reglamento de Folletos y art. 2. i) Directiva de Transparencia, transpuesto en el art. 2 del RD 1362/2007. En el Reglamento sobre abuso de mercado, por el contrario, no se define el Estado miembro de origen.

¹⁴ No obstante, resulta controvertido en qué medida el precio refleja toda la información disponible. Véase sobre la dinámica S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto en las ofertas públicas de venta de valores negociables (OPV) y responsabilidad civil: ley aplicable*, La Ley, 2015, pp. 284 y ss.

¹⁵ STS de 3 de febrero de 2016, 23/2016, y STS de 3 de febrero de 2016, 24/2016. El Tribunal Supremo afirmó que la

11. En el segundo ejemplo, BP plc (“BP”) difundió información en el mercado secundario que posteriormente se alegó que era engañosa en relación con las medidas de mantenimiento y seguridad de sus plataformas petrolíferas y, tras el accidente en abril de 2010 de su plataforma Deepwater Horizon en el Golfo de México, sobre los daños ocasionados y su responsabilidad en los hechos. Esa información engañosa alteró el precio de las acciones de BP en las dos bolsas en las que estaban admitidas a negociación, Londres y Fráncfort. Cuando se supo de la verdadera situación, los valores se depreciaron y los accionistas sufrieron un daño puramente económico.¹⁶ En ambos casos, Bankia y BP, los inversores tenían interés en ejercitar acciones con el fin de que se les compensara el daño sufrido.

12. Como se sigue de lo anterior, la relación entre la información (aquella difundida en (in)cumplimiento de las normas de transparencia), el precio de los valores negociables y el daño financiero que sufren los inversores es inextricable. Tal interrelación se encuentra ausente en otros supuestos en los que se genera un daño puramente financiero; por ejemplo, los casos en los que se recibe un asesoramiento para invertir en el que no se señalan adecuadamente los riesgos, como en el asunto *Kronhofer* al que nos referimos más adelante.

13. Además, este entendimiento de la dinámica que se genera entre los tres elementos parece que es el que subyace en la última sentencia del TJUE sobre competencia judicial internacional en esta materia, el asunto *VEB*. Sobre ella volvemos en detalle en el apartado III. Por tanto, la relación entre información, precio y daño resulta esencial para el objeto de este trabajo de localizar el daño en las acciones por responsabilidad ejercitadas por los inversores en supuestos transnacionales.¹⁷

2. Responsabilidad civil en supuestos transfronterizos

14. En supuestos transfronterizos, se plantean dos cuestiones fundamentales. La primera, la determinación de los tribunales competentes para conocer de la acción por daños que pueden ejercitar los inversores. La segunda, la determinación de la ley aplicable a dicha acción. Esta segunda pregunta cobra especial importancia puesto que las normas de responsabilidad civil, a diferencia de lo que sucede con las normas regulatorias, no se encuentran armonizadas ni siquiera en la UE.¹⁸

A) Calificación

15. En ambos casos, ie competencia y ley aplicable, la calificación de la responsabilidad como materia contractual o delictual, necesaria para determinar el texto o la norma concreta aplicable, plantea algunas dificultades. Especialmente en los supuestos de mercado primario, en los que el emisor a veces celebra el contrato de suscripción directamente con los inversores, lo que podría llevar a plantearse una calificación contractual. No obstante, la calificación mayoritariamente aceptada por la doctrina es la delictual.¹⁹

información del folleto de Bankia era engañosa a efectos de las reclamaciones de los inversores que, bien es cierto, no estaban fundadas en las normas especiales de responsabilidad derivada del folleto sino en el régimen de vicios del consentimiento.

¹⁶ STJUE en el asunto *VEB*.

¹⁷ Véase también con este enfoque M. LEHMANN “A new piece in the puzzle of locating financial loss: the ruling in *VEB v BP* on jurisdiction for collective actions based on deficient investor information”, *Journal of Private International Law*, 18:1, 2022, pp. 1-27, p. 2 y ss.

¹⁸ Las normas europeas solamente exigen que los Estados miembros hagan recaer la responsabilidad, al menos, sobre el emisor u oferente de los valores y sus órganos de administración, así como el garante, caso de existir (art. 11 Reglamento de Folletos y art. 7 Directiva de Transparencia, transpuesto en el art. 124 TRLMV).

¹⁹ Véanse, entre otros, M. GARGANTINI “Prospectus liability: competent courts of jurisdiction and applicable law”, en D. BUSCH, G. FERRARINI, J.P. FRANX (Eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020, pp. 441 y ss., p. 446 y p. 452; F. RIELÄNDER, “Financial torts and EU private international law: will the search for the place of “financial damage” ever come to an end?”, *Journal of Private International Law*, 18:1, 2022, pp. 28-55, p. 35; S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, pp. 257 y ss. y las obras ahí citadas.

16. El TJUE, por su parte, solamente se ha pronunciado sobre esta cuestión en el asunto *Kolassa*, un caso, precisamente, de responsabilidad derivada del folleto; es decir, de mercado primario.²⁰ En este, el emisor y demandado, Barclays Bank, emite unos instrumentos financieros y los vende inicialmente a inversores institucionales quienes, a su vez, los revenden a otros inversores, entre los cuales se encuentran inversores minoristas como el Sr Kolassa. Todo ello sobre la base de un folleto informativo aprobado por la autoridad competente. El Sr Kolassa tenía los valores en una cuenta con un intermediario financiero, en nombre de este último. De estas dos circunstancias, esto es, que el inversor adquiere los instrumentos de un inversor institucional, y, además, no es el propietario de los instrumentos financieros, que figuran a nombre de un intermediario, el TJUE deduce que Barclays Bank no celebra un contrato con el Sr Kolassa ni asume ninguna obligación de forma libremente consentida frente al Sr Kolassa. Así, se descarta la aplicación de los artículos 17.1 RBI bis, sobre contratos de consumo, y 7.1 RBI bis en materia contractual general.²¹

17. Como se sigue de lo anterior, la calificación que hace el TJUE en *Kolassa* está muy centrada en la forma concreta de colocación de los valores y de tenencia de estos. Sin embargo, otras variantes son posibles y, dependiendo del mercado, más habituales.²² Por ejemplo, cabe, como decíamos, que el emisor celebre el contrato de suscripción con el inversor, o que el inversor mantenga los valores en una cuenta en su propio nombre. Pues bien, existen razones para entender que, también en esos casos, la calificación debería ser delictual. De acuerdo con la sentencia del TJUE en el asunto *Brogstetter*,²³ la mera existencia de un contrato celebrado entre el demandante y el demandado no implica necesariamente que se trate de materia contractual a efectos del art. 7.1 RBI bis. Solamente será el caso si, para determinar la ilicitud del comportamiento imputado al demandado, es indispensable la interpretación del contrato.²⁴ Ese no es, desde luego, el caso en supuestos de responsabilidad derivada del folleto. La responsabilidad se impone al emisor por el incumplimiento de las obligaciones de transparencia establecidas por el Reglamento de Folletos. Los términos del contrato celebrados son, a estos efectos, irrelevantes.²⁵ En consecuencia, la calificación debería ser, con independencia del método de colocación empleado y de la forma en que el inversor tenga los valores, delictual, con la consiguiente aplicación del art. 7.2 RBI bis y del RRII.

B) Criterios de conexión

18. Tanto el artículo 7.2 del RBI I bis como la regla general del art. 4.1 del RRII toman como criterio de conexión el lugar de producción del daño. La diferencia entre el artículo 7.2 y el art. 4.1 a este respecto es de sobra conocida. El TJUE ha interpretado la expresión “lugar donde se haya producido o pueda producirse el hecho dañoso” del art. 7.2 del RBI bis tanto como el lugar del hecho generador del daño como el lugar de materialización de este, a elección del demandante.²⁶ Ello, claro está, en caso de

²⁰ No así en *Löber*, otro asunto de mercado primario, donde la cuestión de la calificación no se planteó, ni tampoco en *VEB*, un asunto de mercado secundario. En estas dos últimas sentencias, el TJUE se pronuncia directamente sobre la interpretación del actual artículo 7.2 del Reglamento Bruselas I bis, aplicable en materia delictual.

²¹ Paras 20 a 41 de *Kolassa*.

²² Por ejemplo, en los mercados españoles el aseguramiento, frente a la asunción en firme de los mercados de Reino Unido o suizo, véase S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, cit., pp. 51-57, y los trabajos ahí citados.

²³ Sentencia de 13 de marzo de 2014, C 548/12, *Marc Brogstetter y Fabrication de Montres Normandes EURL, Karsten Fräßdorf*, ECLI:EU:C:2014:148 (“*Brogstetter*”).

²⁴ Paras 24 y 25 de *Brogstetter*.

²⁵ M. LEHMANN, “Prospectus Liability and Private International Law—Assessing the Landscape After the CJEU’s *Kolassa* Ruling (Case C-375/13)”, *Journal of Private International Law*, 12:2, 2016, pp. 325; S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, cit., pp. 246-247.

²⁶ STJUE de 30 de noviembre de 1976, C-21/76, *Société anonyme Handelskwekerij G.J. Bier BV y Fondation Reinwater* (“*Bier*”). Véase brevemente sobre el denominado “principio de ubicuidad” M. REQUEJO ISIDRO, E. WAGNER AND M. GARGANTINI, “Article 7”, en M. REQUEJO (Ed.), *Brussels I Bis: A Commentary on Regulation (EU) No 1215/2012*, Edward Elgar, 2022, paras 7.118 y ss., P. MANKOWSKI, “Article 5”, en U. MAGNUS Y P. MANKOWSKI (Eds), *Brussels I Regulation*, Sellier European Law Publishers, 2007, paras 203 y ss.

que exista una disociación entre el lugar donde se produce el evento generador del daño y el lugar donde se materializa este. En supuestos de ilícitos del mercado de valores, esa disociación puede producirse. Por el contrario, el art. 4 RRII se refiere al “país donde se produce el daño, independientemente del país donde se haya producido el hecho generador del daño”. Es decir, se excluye expresamente el evento generador del daño

19. Así pues, el lugar donde se manifiesta el daño es el criterio de conexión que ambos instrumentos tienen en común. Además, es el que reviste mayor relevancia incluso cuando se puede optar por el lugar del evento generador del daño de acuerdo con el RBI bis. Y ello por dos motivos. De un lado porque el lugar del hecho causante en muchas ocasiones coincide por el domicilio del demandado y, en ese sentido, no aporta nada al demandante, que siempre tendrá la posibilidad de plantear la demanda en dicho lugar.²⁷ De otro lado, el lugar donde se manifiesta el daño es el que resulta habitualmente de más interés para los demandantes a la hora de elegir el foro ante el que presentar la demanda porque, en muchos casos, abre un *forum actoris*.²⁸ Posiblemente por estas razones, la jurisprudencia del TJUE relativa a ilícitos del mercado de valores se refiere, principalmente, al lugar en el que se materializa el daño.

20. Por estos motivos, este trabajo se centra, fundamentalmente, en la localización de la materialización del daño financiero, sin perjuicio de que se haga alguna referencia puntual al lugar del hecho generador del daño. Así, cada vez que hablamos de la localización del daño nos referimos al lugar en el que este se manifiesta.

III. RBI bis y localización del daño financiero en la jurisprudencia del TJUE

1. El papel del domicilio de la víctima

21. La jurisprudencia del TJUE en materia de localización del daño puramente financiero a efectos del RBI bis es amplia. El punto de partida del análisis es el asunto *Kronhofer* que, aun cuando verse sobre daño financiero fuera del contexto de que las informaciones engañosas diseminadas en el mercado de valores, sienta las bases de la discusión en las tres sentencias que sí se refieren específicamente a esta cuestión, *Kolassa*, *Löber* y la reciente *VEB*.²⁹

22. La cuestión que se plantea en *Kronhofer* es si la expresión “lugar donde se hubiera producido el hecho dañoso” se puede interpretar de manera que incluya el domicilio del demandante por razón de que el daño, materializado en otro Estado miembro, produjo un efecto simultáneo en todo el patrimonio de la víctima. El domicilio de la víctima se toma, pues, como centro de su patrimonio, ie donde sus activos están concentrados. El TJUE lo descarta de plano. El Tribunal entiende que ello impediría prever ante qué tribunales se puede presentar la demanda y, además, tendría por efecto abrir un *forum actoris* que es contrario al sistema del Reglamento.³⁰

23. De esta manera, el TJUE en *Kronhofer* lo único que aclara es cuál *no* se puede considerar, al menos en sí mismo, el lugar de producción del daño: el domicilio de la víctima. Sin embargo, en la jurisprudencia posterior que mencionamos en los siguientes apartados, el domicilio del demandante continúa siendo un elemento presente, si bien ahora junto con otros criterios, p.ej. la cuenta del inversor. La razón de que el domicilio de la víctima continúe apareciendo estriba, probablemente, en que en los litigios nacionales lo que se baraja es si el demandante puede o no plantear la demanda ante los tribunales de

²⁷ Para 20 *Bier*.

²⁸ P. MANKOWSKI, “Article 5”, *cit.*, para 205.

²⁹ Véase p. ej. para 48 *Kolassa*.

³⁰ Para 20 *Kronhofer*. Véase M. LEHMANN, “Where does Economic Loss Occur?”, *Journal of Private International Law*, 7:3, 2011, pp. 538-539.

su propio domicilio (pues es lo que normalmente le interesará) y esto, a su vez, acaba proyectado en la forma en que las cuestiones prejudiciales se plantean ante el TJUE. Esto es quizás especialmente claro en el caso de *Kolassa* al que nos referimos a continuación.³¹

2. Otros criterios de conexión: la cuenta bancaria del inversor y “el resto de las circunstancias”

A) *Kolassa*: el domicilio del inversor y su cuenta bancaria

24. La primera sentencia del TJUE específicamente sobre daño financiero por informaciones engañosas al inversor se dictó en el asunto *Kolassa*. Barclays Bank, una sociedad domiciliada en Reino Unido, emite unos instrumentos financieros con la aprobación de la autoridad competente alemana. El folleto aprobado por esta es posteriormente pasaportado a Austria, donde el Sr Kolassa los adquiere a través de un intermediario financiero. El tribunal austriaco pregunta si los tribunales del domicilio del demandante son competentes por razón de que allí se haya producido el hecho causal o bien porque se haya materializado el daño. Es decir, la pregunta se plantea en torno al domicilio del demandante, como anticipábamos, y esto se proyecta en la forma en que el TJUE formula su fallo.

a) Hecho generador del daño

25. De acuerdo con el Tribunal, el hecho generador del daño es el incumplimiento de las obligaciones legales de información establecidas por la normativa de folletos.³² Ese incumplimiento lo localiza en el lugar donde se adoptaron “las decisiones relativas a (...) los contenidos de los folletos” o “donde habían sido redactados y distribuidos al inicio”. Como se puede apreciar, se trata de varios criterios de conexión (en concreto tres: adopción de decisiones, redacción del folleto y primera distribución), lo que podría llevar a la competencia de más de un tribunal solo en atención al lugar donde tiene lugar el hecho causal. Con la complejidad añadida de que la competencia corresponde a los tribunales de los lugares concretos donde este se haya producido, no del Estado miembro.³³ Dado que lo único que sí resultaba claro en *Kolassa* es que ni se adoptaron decisiones, ni se redactó el folleto, ni la primera distribución de los valores tuvo lugar en el domicilio del demandante, que es lo que se preguntaba, el TJUE no fue más allá en su análisis, y esta cuestión no ha vuelto a aparecer en ninguna de las sentencias posteriores.

b) Materialización del daño

26. En cuanto al lugar de materialización del daño, el Tribunal afirma que “los tribunales del domicilio del demandante son competentes (...) en particular, cuando el daño alegado se materializa directamente en una cuenta bancaria que el demandante tiene en un banco establecido en el territorio de estos tribunales”.³⁴ Es decir, los tribunales del domicilio del demandante (los austriacos) son competentes si el daño se sufre en una cuenta bancaria localizada en Austria.

27. Aunque la mención del domicilio del demandante en el fallo se justifica por la manera en que se plantea la cuestión prejudicial (¿es el lugar de producción del hecho dañoso el domicilio de la persona perjudicada en Austria?), la forma en que se incluye en el fallo genera bastantes dudas. Cuando el Tribunal dice que los tribunales del domicilio del demandante son competentes “en particular” cuando el daño se materializa en una cuenta que se mantiene en ese mismo territorio, no queda claro, por ejemplo, si puede haber otros casos en los que los tribunales del domicilio del demandante también pueden ser

³¹ Pregunta 3b *Kolassa*.

³² Para 53 *Kolassa*.

³³ M. LEHMANN, “Prospectus Liability...”, *cit.*, pp. 327-329.

³⁴ Para 57 *Kolassa*.

competentes.³⁵ De una lectura conforme con la jurisprudencia anterior, p. ej., *Kronhofer*, lo único que se sigue claramente es el que el domicilio de la víctima no es suficiente por sí mismo.

28. Con todo, más allá de las incertidumbres que genera *Kolassa*, lo peor de la decisión es que no se justifica a la luz de los objetivos del RBI bis que la propia sentencia reivindica. En especial, la necesidad de que el foro sea previsible para el demandado.³⁶ Si el criterio de conexión es el domicilio del demandante cuando este tenga una cuenta bancaria en ese mismo lugar, el demandado no tiene ninguna posibilidad de anticipar el lugar donde puede tener que litigar, puesto que no necesariamente estarán domicilio y cuenta del inversor localizados en ninguno de los mercados en los que el emisor haya comercializado sus valores y que son los únicos lugares en los que puede prever que se le demande. Por el contrario, el domicilio y la cuenta pueden estar situados en cualquier punto de la UE.³⁷ De hecho, el propio tribunal, cuando menciona la previsibilidad de las soluciones se refiere a un criterio de conexión diferente del binomio domicilio-cuenta, el lugar donde el emisor decide distribuir el folleto, es decir, el lugar o lugares donde el emisor haya comercializado los instrumentos financieros.³⁸ Sin embargo, este elemento no encuentra cabida en el fallo, que se ciñe a la referencia al domicilio y cuenta bancaria del inversor.

29. Aunque el demandante sí puede identificar fácilmente el tribunal al que puede acudir para plantear la demanda, tampoco el resultado al que lleva la decisión del Tribunal es particularmente bueno para este si se piensa en el ejercicio de acciones colectivas, puesto que habrá tantos tribunales competentes como lugares diferentes en los que haya inversores domiciliados con cuentas bancarias. Esta dispersión no favorece el planteamiento de estas demandas, que pueden ser relevantes en este ámbito.

30. Por último, tampoco existe una relación estrecha entre el litigio y los tribunales determinados conforme a los criterios de *Kolassa*, lo que no garantiza una buena administración de justicia, uno de los objetivos fundamentales del RBI bis.

B) *Universal Music y Löber*: “las circunstancias particulares”

31. El propio Tribunal no debía estar muy conforme con los resultados a los que podía llevar la aplicación sin limitaciones de *Kolassa* porque poco tiempo después hizo una aclaración acerca de su decisión en un asunto sobre localización del daño puramente financiero fuera del ámbito del mercado de valores, *Universal Music*.³⁹ El TJUE puntualiza que el fallo de *Kolassa* “se inscribe en el contexto particular del asunto (...) caracterizado por una serie de circunstancias que contribuían a la atribución de competencia a dichos tribunales”.⁴⁰ Por tanto, la cuenta bancaria por sí sola, señala el Tribunal, no es un “punto de conexión pertinente”,⁴¹ sino que es necesario que exista una serie de circunstancias adicionales que apunten en la misma dirección.

³⁵ El papel del domicilio del demandante no es, en absoluto, la única incertidumbre generada por *Kolassa*. La literatura ha abordado otras cuestiones problemáticas. Por ejemplo, qué tipo de cuenta tiene el TJUE en mente cuando localiza el daño: la cuenta bancaria desde la que se pagaron los valores en el momento de adquirirlos, *vid.* M. LEHMANN, “Prospectus Liability...”, *cit.*, pp. 329-330, o la cuenta donde el Sr Kolassa mantenía los valores, *vid.* M. HAENTJENS, D. VERHEIJ, “Finding Nemo: locating financial losses after Kolassa and Profit”, *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2016, pp. 346 y ss., pp. 352-354. Esta cuestión aparece de nuevo en *VEB* para descartar su relevancia como criterio de conexión y, según parte de la doctrina, de paso establecer que la cuenta, en su caso, relevante es la de inversión, no la bancaria (*vid.* L. VAN BOCHOVE, M. HAENTJEN “Effectenbezitters: New Efforts to Localise the Place of Damage”, 23 de junio de 2021, <https://eapil.org/2021/06/23/effectenbezitters-answers-but-also-more-questions/>).

³⁶ Para 56 *Kolassa*.

³⁷ O del mundo, en cuyo caso el RBI bis ya no sería de aplicación para la determinación de la competencia de esos tribunales.

³⁸ Para 56 *Kolassa*.

³⁹ Paras 36-38 *Universal Music*.

⁴⁰ Para 37 *Universal Music*.

⁴¹ Para 38 *Universal Music*. De esta afirmación podría seguirse que, en realidad, el domicilio del demandante no tiene ningún papel en *Kolassa* y que solo aparece en el fallo por la forma en que se planteó la cuestión prejudicial. El único criterio que se derivaría del fallo de *Kolassa* sería, entonces, la cuenta bancaria.

32. Aunque el TJUE no añade nada más, cabe interpretar esas circunstancias en el asunto *Kolassa* como el hecho de que en el Estado miembro del domicilio del demandante y donde se tenía la cuenta se pasaportó el folleto que se alega que contenía información engañosa.⁴² Como señalábamos en el apartado anterior, ese criterio ya figuraba en *Kolassa* para justificar la previsibilidad de la solución que proporcionaba el Tribunal. Además, encaja con el análisis de la relación entre información, precio y daño que hacíamos al principio de este trabajo: en el mercado austriaco se difunde a través del folleto la información engañosa que queda reflejada en el precio distorsionado al que adquieren los inversores en el mercado. Cuando se sabe de la verdadera situación, los instrumentos financieros se deprecian. De ahí que ese criterio de conexión, además de garantizar la previsibilidad, se explique bien en atención al ilícito de que se trata. Pero, por supuesto, nada dice el TJUE al respecto.

33. Una última aclaración llega de la mano de la sentencia *Löber*, referida a un litigio nacional similar al de *Kolassa*. La Sra Löber, domiciliada en Austria, adquiere a través de su cuenta localizada en Viena certificados emitidos por Barclays Bank y colocados por intermediarios financieros en Austria, previa notificación del folleto aprobado por la autoridad alemana y cuya información la Sra Löber considera engañosa. De nuevo, se discute si los tribunales austriacos son competentes para conocer de la acción en la que la Sra Löber, domiciliada y con cuenta bancaria en Austria, exige la compensación del daño sufrido.

34. El Tribunal afirma que “las circunstancias particulares del litigio principal concurren en conjunto a atribuir la competencia a los tribunales austriacos”.⁴³ Las “circunstancias particulares” que apuntan a Austria y que identifica el TJUE son el domicilio del demandante, los pagos relativos a la inversión, los tratos con los bancos austriacos a través de los cuales llevó cabo la inversión, el mercado secundario en el que se adquirieron los certificados y la notificación del folleto cuya información se alega engañosa.⁴⁴

35. A la hora de justificar la decisión, el TJUE alude una vez más a la previsibilidad de la solución como objetivo del RBI bis y, para evidenciar que esta existe, señala que en el momento en que se pasaporta un folleto el emisor tiene que saber que puede ser demandado en ese Estado miembro.⁴⁵ Es decir, la única “circunstancia particular” que contribuye a hacer el resultado previsible es la notificación del folleto. Ni la cuenta bancaria, ni los pagos. El mercado secundario, aunque no lo menciona el Tribunal al referirse a la previsibilidad, en realidad es coincidente con la aprobación o notificación del folleto, pues el Reglamento de Folletos impide a los emisores comercializar los instrumentos financieros en ningún mercado sin la previa aprobación (o notificación) de un folleto.

36. En realidad, tanto *Löber* como *Kolassa* son casos “fáciles”, en los que todos los elementos apuntan en una misma dirección. De poco sirven para otras situaciones en que los diferentes criterios señalen en direcciones distintas. El TJUE no proporciona ninguna pauta acerca de cuál o cuáles deben primar, aunque si hacemos caso de aquel que vincula insistentemente con la previsibilidad, debería considerarse la aprobación del folleto o su notificación, que, como decía, se identifica con los mercados en los que el emisor comercializa los instrumentos financieros. Además de que es el único criterio que se justifica en atención a la naturaleza del ilícito y su relación con el daño que se trata de localizar.

3. El papel de la información en la sentencia en el asunto *VEB*

A) Las diferencias con *Kolassa* y *Löber*

37. La última pieza del rompecabezas jurisprudencial lo compone la sentencia en el asunto *VEB*.

⁴² Para 56 *Kolassa*.

⁴³ Para 31 *Löber*.

⁴⁴ Paras 32 y 33 *Löber*. A esto se refiere M. GARGANTINI “Prospectus liability...”, *cit.*, p. 450, como “enfoque holístico”.

⁴⁵ Paras 34 y 35 *Löber*. Véase, entre otros, M. GARGANTINI “Prospectus liability...”, *cit.*, p. 450.

El litigio principal, a diferencia de *Kolassa y Löber*, está referido al mercado secundario. Los hechos, que también referíamos brevemente al inicio del trabajo, son los siguientes.

38. BP, una sociedad domiciliada en Reino Unido, tiene sus acciones admitidas a negociación en los mercados de Londres y Fráncfort. De acuerdo con la *Vereniging van Effectenbezitters* (una asociación neerlandesa de titulares de valores, en adelante VEB), BP difundió información engañosa relativa a las medidas de mantenimiento y seguridad de sus plataformas petrolíferas. Tras el accidente en su plataforma Deepwater Horizon en el Golfo de México, difundió también información engañosa sobre los daños causados y su responsabilidad. VEB ejercita frente a los tribunales neerlandeses una acción colectiva en representación de inversores que habían tenido las acciones en una cuenta en Países Bajos con el fin de obtener una declaración de que BP actuó ilícitamente y que, como consecuencia de ello, los inversores habían realizado operaciones sobre acciones de BP a un precio menos favorable.

39. La base de la competencia de los tribunales neerlandeses era, en todo caso, la localización de la cuenta bancaria de los inversores, pues no había otra vinculación con estos. Pero, a diferencia de lo que sucedía en *Kolassa y Löber*, las informaciones que se alegan engañosas no se difunden específicamente en Países Bajos. En efecto, en *Kolassa y Löber* no solo el domicilio del demandante y su cuenta bancaria se localizaban en Austria, sino que los certificados se distribuyeron entre los inversores en el mercado austriaco, lo que exige, de acuerdo con el Reglamento de Folletos, la aprobación o notificación de un folleto informativo en ese Estado miembro. En cambio, en el asunto *VEB*, BP no tenía ninguna obligación de transparencia en Países Bajos, pues no existía ninguna oferta en ese Estado miembro y las acciones estaban exclusivamente admitidas a negociación en los mercados secundarios de Londres y Fráncfort, donde BP sí tenía obligaciones específicas de información de acuerdo con las normas de transposición de la Directiva de Transparencia y conforme al Reglamento sobre abuso de mercado. Es decir, en *VEB* no concurrían las “circunstancias particulares” que se habían utilizado en la jurisprudencia anterior para justificar la competencia de los tribunales donde se localizaba la cuenta del inversor. O, más bien, la circunstancia particular a la que el TJUE ha dado más importancia: la distribución de información en cumplimiento de la normativa regulatoria del mercado de valores. Esta diferencia fuerza al TJUE a ir un paso más allá respecto de la jurisprudencia anterior.

B) La distribución de información no es una “circunstancia particular” más

40. La respuesta que proporciona el Tribunal está alineada con las consideraciones que hacíamos más arriba sobre la importancia del lugar de cumplimiento de las normas de transparencia. Como BP no publicó la información engañosa sobre la que se fundó la decisión de invertir en Países Bajos, la situación de la cuenta en ese Estado miembro no es un punto de conexión suficiente al no resultar previsible para el demandado.⁴⁶ Por tanto, los tribunales neerlandeses no son competentes. Queda de esta manera claro que, para el TJUE, la distribución de información en cumplimiento de las normas regulatorias no es una “circunstancia particular” más de las mencionadas en *Löber*, sino la pieza clave.⁴⁷ La respuesta no cambia por el hecho de que VEB ejercitara una acción colectiva en representación de los intereses de los accionistas en la que se solicitaba la declaración de que BP incumplió sus obligaciones de transparencia.⁴⁸

⁴⁶ Paras 33 y 34 *VEB*.

⁴⁷ Hay autores que han criticado que el TJUE no tomase en cuenta otras “circunstancias particulares”, como el que los inversores solo hayan tenido tratos con bancos en Países Bajos. Vid. E. VALLINES “‘Place where the harmful event occurred’ and financial damage connected to breaches of obligations to disclose information by an issuer of securities: no jurisdiction if the defendant was not subject to such obligations in the State where the investment account was located?”, 17 de mayo de 2021, <https://eulawlive.com/op-ed-place-where-the-harmful-event-occurred-and-financial-damage-connected-to-breaches-of-obligations-to-disclose-information-by-an-issuer-of-securities-no-jurisdiction-i/>. En opinión del autor, los tribunales neerlandeses son un foro adecuado para conocer del asunto, por su cercanía por ejemplo para evaluar los daños sufridos por los inversores.

⁴⁸ Vid. M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, pp. 21-23. Como señala el autor, el TJUE ya se había pronunciado en ocasiones anteriores en el sentido de que no hay ninguna particularidad en la aplicación de las normas del RBI bis en el caso de las acciones colectivas (vid. p ej. la STJUE de 21 de mayo de 2015, C-352/13, *Cartel Damage Claims (CDC) Hydrogen*

41. Un primer debate en relación con la sentencia en el asunto *VEB* gira en torno al acceso a la información publicada por el emisor. Parte de la doctrina ha entendido que, en realidad, que esta no se haya difundido específicamente en Países Bajos no es relevante. Dado que la publicación se produce en internet y es accesible desde cualquier punto de la UE, el emisor está en disposición de anticipar que puede ser demandado ante los tribunales de cualquier Estado miembro.⁴⁹ Como apoyo a esta afirmación, se refieren las disposiciones de la Directiva de Transparencia y del Reglamento sobre abuso de mercado que exigen que la información se difunda “al público en toda la Comunidad”.⁵⁰ En consecuencia, se arguye, los emisores saben que la información no queda circunscrita a un Estado miembro concreto y, por tanto, el argumento de la falta de previsibilidad que emplea el TJUE por ausencia de distribución específica de información en Países Bajos no se sostiene.

42. Esta interpretación tiene, en mi opinión, al menos dos problemas. El primero se refiere al diseño de las normas regulatorias. En efecto, aunque la información requerida por estas se publique típicamente online⁵¹ y, por tanto, sea accesible desde cualquier Estado miembro o desde el exterior de la UE, no puede perderse de vista que la difusión de la información se hace bajo la supervisión de una autoridad nacional competente y que la difusión en otros Estados miembros requiere de notificación al Estado miembro de acogida.⁵² Los efectos del cumplimiento de la normativa son, en ese sentido, territoriales, como también muestra el hecho de que la normativa exija, cuando la información no se haya publicado en inglés, la traducción de al menos parte de esta en los Estados de destino.⁵³ Desde esta perspectiva, puede decirse que el emisor no puede prever que se le demande más allá de los Estados miembros en los que haya obligaciones de transparencia, que es donde este ha decidido comercializar sus valores, sea el Estado miembro de origen o el de acogida.

Peroxide SA y Akzo Nobel NV, Solvay SA/NV, Kemira Oyj, FMC Foret, S.A., ECLI:EU:C:2015:335). Este es el enfoque que también ha seguido la Directiva (UE) 2020/1828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2020 relativa a las acciones de representación para la protección de los intereses colectivos de los consumidores, y por la que se deroga la Directiva 2009/22/CE, *DOUE* L 409 de 4 de diciembre de 2020, p. 1, al establecer que no afecta a la aplicación de las normas de la UE en materia de competencia judicial internacional. Vid. asimismo F. RIELÄNDER, “Financial torts...”, *cit.*, p. 38; P. JAIN, “No collective redress against foreign companies in cases of purely financial damage: Case C-709/19 VEB v. British Petroleum”, 18 de junio de 2021, <https://europeanlawblog.eu/2021/06/18/no-collective-redress-against-foreign-companies-in-cases-of-purely-financial-damage-case-c-709-19-veb-v-british-petroleum/>.

⁴⁹ Vid. E. VALLINES “‘Place where the harmful event occurred’...”, *cit.*

⁵⁰ E. VALLINES, “Effectenbezitters: A Flawed Argument to Limit Jurisdiction under Article 7(2) of Brussels I bis”, 7 de julio de 2021, <https://eapil.org/2021/07/07/effectenbezitters-a-flawed-argument-to-limit-jurisdiction-under-article-72-of-brussels-i-bis/>. Vid. art. 21.1 Directiva de Transparencia y art. 17 del Reglamento sobre abuso de mercado.

⁵¹ Véase, p. ej., nota al pie n 9.

⁵² En el ámbito del Reglamento sobre abuso de mercado, que no ha definido el Estado miembro de origen, aun cuando el contenido esté uniformizado en la UE, se requiere la publicación de la información privilegiada en cada mercado en que los valores estén admitidos a negociación, en el idioma en que este exige. Por ejemplo, en España, en español.

⁵³ Nótese que el art. 21 bis de la Directiva de Transparencia establece que “a más tardar el 1 de enero de 2018 se establecerá un portal de internet que sirva de punto de acceso electrónico europeo” que desarrollará y gestionará la Autoridad Europea de Valores Mobiliarios (AEVM). No obstante, a día de hoy tal punto de acceso sigue siendo un proyecto. Véase la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establece un punto de acceso único europeo que proporciona un acceso centralizado a la información disponible al público pertinente para los servicios financieros, los mercados de capitales y la sostenibilidad, de 25 de noviembre de 2021, COM(2021) 723 final. Pero, incluso cuando esté en funcionamiento, no debería alterar las conclusiones que alcanzamos. La publicación en el punto de acceso único europeo no sustituye la publicación en cada mercado nacional en que los valores estén admitidos a negociación (y solo en esos) de acuerdo con sus cauces establecidos y en el idioma que estos determinen.

A una conclusión similar llega p. ej. F. RIELÄNDER, “Financial torts...”, *cit.*, pp. 35-36, que entiende que la mera accesibilidad de la información no es un criterio de conexión suficiente, sino que únicamente constituye un indicio, como demuestra la jurisprudencia en materia de contratos de consumo, con la que el Tribunal trata de alinearse. En su opinión, la notificación del folleto en la jurisprudencia anterior del TJUE es el equivalente funcional de que una actividad esté dirigida a un consumidor en el sentido del artículo 17.1 c) RBI bis. Vid. también sobre la determinación del mercado afectado a efectos del RRII con un enfoque similar S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, *cit.*, pp. 332-335, donde se toma como referencia la cláusula de comercialización del art. 5 RRII y la analogía de esta con las normas de consumidores del RBI bis y del Reglamento (CE) n o 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I), *DOUE* L 177, 4 de julio de 2008, p. 6.

43. Pero es que, además, una interpretación diferente supondría la multiplicación de los foros bajo el artículo 7.2 RBI bis. En combinación con el criterio de la localización de la cuenta bancaria empleado en *Kolassa y Löber*, este entendimiento de la difusión de la información y la previsibilidad obligaría al emisor a litigar ante una pluralidad de tribunales. Típicamente ante los tribunales de los domicilios de los inversores, pues allí tendrán de forma habitual sus cuentas bancarias. Esta apertura indiscriminada de un *forum actoris* es contraria al sistema del RBI bis.⁵⁴ Y, si nos movemos al ámbito de la ley aplicable, la situación es aún más problemática. O bien se opta por una interpretación diferente del artículo 4.1 del RRII respecto del artículo 7.2 del RBI bis, que requeriría de una justificación muy clara, o, caso contrario, la ley aplicable a cada una de las reclamaciones podría ser, dada la aplicación universal del instrumento, la de cualquier país del mundo. Volveremos sobre esta cuestión más adelante (apartado IV).

C) ¿Un nuevo criterio de conexión?

44. Tras concluir que el objetivo de previsibilidad no se cumple cuando en el Estado miembro de localización de la cuenta no existen obligaciones de transparencia,⁵⁵ el TJUE añade una afirmación cuya interpretación ha resultado controvertida. En torno a ella gira el segundo gran debate en relación con la sentencia *VEB*.

45. De acuerdo con el Tribunal, “de lo anterior resulta” que en una situación como la del litigio principal “en razón de la materialización del daño únicamente puede establecerse la competencia de los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros en los que dicha sociedad haya cumplido, a los efectos de su cotización en bolsa, las obligaciones legales de publicidad”. Solo ahí se “puede prever razonablemente la existencia de un mercado de inversión y la generación de responsabilidad”.⁵⁶

46. Existen dos posiciones respecto de la interpretación de este párrafo. La primera entiende que el TJUE ha querido establecer una norma de competencia para daños financieros derivados de información engañosa difundida en el mercado secundario: el tribunal competente es el del lugar en el que se han cumplido las obligaciones legales de publicidad *ex art.* 7.2 RBI bis. Es decir, el mercado en el que los valores estén cotizados.⁵⁷ La segunda niega que esa haya sido la voluntad del Tribunal porque el lugar donde los valores están admitidos a cotización no es, en su opinión, el lugar de materialización del daño financiero sufrido por el inversor y, además, porque de la sentencia no se sigue que el TJUE haya buscado apartarse de su jurisprudencia anterior estableciendo un nuevo criterio de conexión que funcione autónomamente, sino que simplemente ha querido aclarar que la localización de la cuenta solo es relevante si es “razonablemente previsible”. Y solo es previsible si coincide con el lugar donde cumple el emisor con las obligaciones de información.⁵⁸ Así, la cuenta del inversor no quedaría relegada definitivamente como criterio de conexión sino que se presentaría en combinación con el parámetro de lo “razonablemente previsible”.⁵⁹

⁵⁴ Véase F. RIELÄNDER, “Financial torts...”, *cit.*, p. 35, con argumentos similares.

⁵⁵ Para 34 *VEB*.

⁵⁶ Para 35 *VEB*.

⁵⁷ De acuerdo, p. ej., con la Directiva de Transparencia y el Reglamento sobre abuso de mercado.

⁵⁸ *Vid.* L. VAN BOCHOVE, M. HAENTJEN “Effectenbezitters...”, *cit.* La utilización de lo “razonablemente previsible” como parámetro no es nueva en la jurisprudencia del TJUE, pero sí lo es, reconocen los autores, el umbral empleado. Como recuerdan, en asuntos como la STJUE de 9 de julio de 2020, C-343/19, *Verein für Konsumenteninformation v Volkswagen AG*, ECLI:EU:C:2020:534, este parámetro se utiliza de una forma bastante liberal como base para atribuir competencia, ie para afirmar que cuando incumplió las normas, el fabricante tuvo que prever que podía ser demandado ante los tribunales del Estado miembro en que el comprador final adquiriese el vehículo de un tercero. Por el contrario, en la STJUE *VEB* se aplica de forma estricta para negar la competencia de los tribunales donde se localiza la cuenta.

⁵⁹ *Vid.* L. VAN BOCHOVE, M. HAENTJEN “Effectenbezitters...”, *cit.* Queda por ver, mantienen los autores, el umbral que empleará el TJUE en relación con lo “razonablemente previsible” en futuras sentencias en materia de daño financiero en los mercados de valores. Esta interpretación ha sido criticada, *vid.* M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, p. 16, que entiende que la introducción de lo “razonablemente previsible” como segundo criterio supone un giro en la jurisprudencia del TJUE que, además, generaría desajustes con el RRII, que no contiene un mecanismo semejante.

47. Es cierto que el TJUE ha sido muy escueto y solamente afirma que el lugar de materialización del daño se corresponde con el lugar en que la sociedad tenga los valores admitidos a negociación, sin proporcionar ninguna explicación adicional. Esta identificación entre lugar de materialización del daño y mercado no es inmediatamente evidente.⁶⁰ En mi opinión, la justificación se encuentra en la dinámica entre información, precio y daño a la que nos referíamos al principio de este trabajo (apartado II).⁶¹ Cuando se difunde información engañosa incumpliendo las normas de transparencia en el mercado de valores, los operadores tomarán sus decisiones de inversión sobre la base de esa información, lo que repercutirá en la formación del precio de los valores negociables. Así, los inversores adquirirán los valores en el mercado (o dejarán de venderlos, si ya los tenían) a un precio “distorsionado”, que se corregirá (a la baja, naturalmente) cuando se sepa de la verdadera información sobre el emisor. Por tanto, los inversores sufren el daño en el mercado, como lugar donde los precios de los valores se forman y se ven, en su caso, distorsionados por la información engañosa.

48. Un sector importante de la doctrina ya había abogado por esta interpretación *market oriented* del lugar de producción del daño puramente financiero en ilícitos del mercado de valores, tanto en relación con la determinación de la competencia como de la ley aplicable.⁶² Si bien con diferentes enfoques,⁶³ básicamente se hacía una interpretación del daño, en línea con lo que decíamos en el párrafo precedente, que se ha calificado de “abstracta”.⁶⁴ Aunque esta interpretación puede ser difícil de casar con la mención del TJUE en *Kolassa* a la localización del daño como “el lugar en el que lo ha sufrido el inversor”⁶⁵ o la referencia en *Löber*, que se reitera en *VEB*, de que el lugar de materialización del daño es donde el “perjuicio alegado se manifiesta de forma concreta”⁶⁶, parece la forma más razonable de entender la referencia al mercado de la sentencia *VEB*, además de que se trata de la opción más aconsejable desde el punto de vista de los objetivos de política legislativa tanto de las normas regulatorias incumplidas como del RBI bis.⁶⁷

⁶⁰ Como afirma M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, p. 6, a falta de justificación, la referencia al mercado como lugar donde se difunde la información engañosa incumpliendo las normas de transparencia, se parecería más al lugar del evento generador del daño que al lugar donde este se materializa.

⁶¹ Vid. M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, pp. 7-8 también en este sentido, que se refiere a la doctrina *fraud-on-the-market* como base de esta orientación. Aunque solo en materia de ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto, vid. con argumentos similares S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, *cit.*, pp. 284-286 y pp. 294-303 y p. 330.

⁶² Otros autores habían abogado, en materia de ley aplicable, por atender al Estado miembro de origen a efectos de las normas regulatorias, como regla general el del domicilio social del emisor, bien por la vía de una conexión accesoria a estas, vid. C. BENICKE, “Prospektpflicht und Prospekthaftung bei grenzüberschreitenden Emissionen”, *Festschrift für Erik James*, Sellier, 2004, pp. 25-37; P. TSCHÄPE, P., R. KRÄMER, GLÜCK, “Die Rom II-Verordnung – Endlich ein eihentliches Kollisionrecht für die gesetzliche Prospekthaftung?”, *RIW*, núm. 10, 2008, pp. 657-667, bien por la vía de la aplicación de la cláusula de los vínculos más estrechos ex art. 4.3 RRII vid. W.F. RINGE, A. HELLGARDT, “The international dimension of issuer liability – Liability and choice of law from a transatlantic perspective-”, *Research Paper No. 10-05*, www.ssrn.com

⁶³ Vid. T. ARONS, “‘All Roads Lead to Rome’: Beware of the Consequences! The Law Applicable to Prospectus Liability Claims under the Rome II Regulation” (2008) *Nederlands Internationaal Privaatrecht*, 481, 486; D. EINSELE, “Internationales Prospekthaftungsrecht – Kollisionrechtlicher Anlegerschutz nach der Rom II-Verordnung”, *ZEuP*, núm. 1, 2012, pp. 23-46; F.J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “The law applicable to prospectus liability in the European Union”, *Law and Financial markets Review*, November 2011, pp. 449-457; P. MANKOWSKI, “Finanzverträge und das neue Internationale Verbrauchervertragsrecht des Art. 6 Rom I-VO”, *RIW*, núm. 3, 2009, pp. 98-118; C. WEBER, “Internationale Prospekthaftung nach der Rom II-Verordnung”, *WM*, núm. 34, 2008, pp. 1581-1588; S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, *cit.*, pp. 330 y ss.

⁶⁴ Vid. M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, pp. 9-11.

⁶⁵ Para 54 *Kolassa*.

⁶⁶ Para 27 *Löber* y para 31 *VEB*.

⁶⁷ Otra orientación que pretende llevar a resultados similares, ie a la competencia de los tribunales en los que está situado el mercado, pero por una vía diferente que es, en principio, más respetuosa con el foco que pone el TJUE en el daño individual que sufre el inversor, es la que se ha denominado “regla de primer impacto” (vid. I. BACH, “Chater I: Scope”, en P. HUBER (Ed.), *Rome II Regulation*, Sellier, 2011, pp. 28-63), “test de la irreversibilidad” o aproximación *transaction oriented* (vid. F. RIELÄNDER, “Financial torts...”, *cit.*, pp. 45 y ss.). De acuerdo con esta, el daño se produce en el momento en el que este ya no es reversible para el inversor. Es decir, el momento en que, tras recibir la información engañosa, el inversor actúa en consecuencia celebrando el contrato de suscripción o compraventa de los valores negociables. El lugar donde se sufre el daño, de acuerdo con esta concepción, es el mercado en el que dichos valores estén negociados (vid. F. RIELÄNDER, “Financial torts...”, *cit.*, p. 46). Esta conclusión es, no obstante, cuestionable. Los contratos los celebran los inversores a través de intermediarios, y en ocasiones OTC. Esto es, no necesariamente en el mercado, y, por tanto, no necesariamente en el lugar en el que se ha

49. Las normas en materia de transparencia del mercado de valores, p. ej. la Directiva de Transparencia o el Reglamento sobre abuso de mercado, buscan proteger el funcionamiento del mercado en el que se difunde la información (y donde se forma, pues, el precio) y a los inversores que adquieren en él. La competencia de los tribunales del lugar de situación del mercado facilita la función de *enforcement* de la normativa sobre responsabilidad y garantiza una relación especialmente estrecha entre el litigio y los tribunales y, así, una buena administración de justicia, uno de los principales objetivos del RBI bis.

50. Además, es un foro previsible para las partes, como enfatiza el propio Tribunal, evita la apertura de un *forum actoris*, disminuye el número de tribunales en los cuales el demandante puede plantear la demanda ex art. 7.2 RBI bis y, al tiempo, beneficia al inversor demandante, en la medida en que reduce los problemas de acción colectiva por abrir un único (o al menos un número limitado) de foros como lugar donde se materializa el daño.⁶⁸ En atención a estos argumentos, entender que la STJUE *VEB* mantiene la cuenta como factor relevante cuando está situada en uno de los mercados donde los valores cotizan conduce a un resultado de difícil justificación, en el que los inversores con cuentas abiertas en el Estado donde se localiza el mercado podrían demandar allí, y beneficiarse de la manera que señalábamos, mientras que aquellos que las tuvieran en otros Estado, no.⁶⁹

D) Una solución también para el mercado primario

51. Si bien de alguna manera este enfoque *market oriented* ya aparecía en la jurisprudencia anterior del TJUE en *Kolassa y Löber* cuando se ponía el énfasis en la notificación del folleto engañoso (que, por definición, se produce en uno de los mercados afectados), es la primera vez que el TJUE acoge abiertamente esta interpretación del lugar de materialización del daño. Y, como decíamos, lo hace sin proporcionar una justificación al respecto. Por tanto, no es de extrañar que queden abiertos un cierto número de interrogantes.

52. Quizás la cuestión más importante por determinar es, precisamente, si esta nueva orientación es exclusiva de ilícitos del mercado de valores en el mercado secundario, el único caso en que el enfoque *market oriented* se ha adoptado abiertamente, o supone un giro también en la jurisprudencia anterior del Tribunal en materia de mercado primario, modificando la aproximación multifactorial de *Kolassa y Löber*. Aunque no está exento de dificultades, en mi opinión no hay razón para circunscribir la nueva orientación al mercado secundario.⁷⁰

53. Para empezar, porque del tenor literal de *VEB* no se sigue necesariamente esa conclusión. El TJUE habla de los Estados miembros en los que la sociedad haya cumplido con sus obligaciones legales de publicidad “a los efectos de su cotización en bolsa”. La primera obligación de publicidad para la cotización en bolsa es la publicación de un folleto informativo de acuerdo con el Reglamento de Folletos, una norma que establece, en principio, obligaciones para el mercado primario.⁷¹ Por lo tanto, en sentido amplio, la dicción del TJUE no excluye estas normas. Además, el folleto informativo tiene una validez de 12 meses, lo que permite a los inversores confiar en su contenido no solo en el momento de la suscripción de los valores sino durante ese periodo de tiempo, para realizar sobre su base las operaciones que consideren en el mercado secundario. Esto es lo mismo que decir que el impacto de

difundido la información engañosa (vid. M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, p. 10). Cuando el lugar de difusión de la información engañosa y de celebración del contrato no coinciden, este último criterio, único relevante en el “test de la irreversibilidad”, no supera el umbral establecido por el TJUE en cuanto a lo “razonablemente previsible” (vid. en materia de ley aplicable S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, *cit.*, pp. 327-330).

⁶⁸ En sentido similar M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, pp. 10-11.

⁶⁹ Vid. M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, p. 15 y F. RIELÄNDER, “Financial torts...”, *cit.*, p. 42.

⁷⁰ Por el contrario, M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, pp. 4-6, entiende que la distinción entre mercado primario y secundario es necesaria.

⁷¹ Vid. en este sentido F. RIELÄNDER, “Financial torts...”, *cit.*, p. 40.

la información contenida en el folleto sobre la formación del precio de los valores no solo se proyecta en un primer momento en el mercado primario, sino que también contribuye a su formación, durante un periodo de tiempo, en el mercado secundario. Y no parece aconsejable tratar de manera diferente en materia de competencia a los inversores que adquieren sobre la base de un mismo folleto dependiendo de que adquiriesen en el mercado primario o con posterioridad a la admisión de los valores.

54. En definitiva, la delimitación entre normas de mercado primario y secundario y su correspondiente incumplimiento no es fácil de dibujar y cuestiona la innecesaria complejidad de crear grupos de casos en la determinación de la competencia judicial internacional más allá de lo estrictamente necesario. La diferencia entre *Kolassa/Löber* y *VEB* parece más fundada en la existencia de obligaciones de información (ya sean de conformidad con el Reglamento de Folletos o con el Reglamento sobre abuso de mercado) en el lugar donde se localiza la cuenta del inversor, que es lo que se le pregunta al Tribunal, que en que sean, respectivamente, casos de mercado primario y secundario.

55. Por otra parte, incluso aunque aceptemos que el enfoque *market oriented* solo es relevante para el mercado secundario, lo cierto es que el TJUE solamente se ha ocupado de los casos “fáciles” de mercado primario: todos los factores que considera el TJUE apuntaban a un mismo lugar, en particular, los que parecen revestidos de mayor relevancia, i.e. la cuenta y el cumplimiento de las obligaciones de información (en *Kolassa* y *Löber* la notificación del folleto). Queda sin resolver qué sucede, pongamos por caso, cuando no se aprueba o notifica el folleto en el lugar en el que se sitúa la cuenta. Después de la sentencia *VEB* es difícil pensar que el TJUE dotaría en el mercado primario de relevancia a la localización de la cuenta sin que haya obligaciones de información allí. De hecho, es difícil pensar en que dote de relevancia a ninguno de los otros criterios de conexión si no hay obligaciones de información en ese lugar. Y, con los mismos argumentos que empleábamos más arriba, también en este ámbito resulta complicado justificar que los inversores que tengan la cuenta en el lugar de la aprobación o notificación del folleto dispongan de un foro con el que los otros inversores no cuenten.

56. Dicho esto, es cierto que en el mercado primario es necesario un criterio adicional a la existencia de obligaciones de transparencia para determinar la competencia de los tribunales. La obligación de aprobar o pasaportar un folleto informativo existe en cada uno de los Estados miembros en los que se vaya a lanzar una oferta pública de venta de valores negociables (OPVs) o se vaya a solicitar la admisión en un mercado regulado. A diferencia de lo que sucede en el mercado secundario, en que se localiza el cumplimiento de las obligaciones de transparencia en el mercado donde los valores están admitidos a negociación, p.ej. Fráncfort en el caso del asunto *VEB* en que las acciones de BP estaban admitidas a negociación en dicha Bolsa, una OPV se lanza sobre la base de un folleto en un mercado nacional.⁷² No es posible concretar el lugar específico dentro de ese mercado en que se cumplieron las obligaciones de información. Esto choca con la determinación territorial de la competencia que hace el art. 7.2 RBI bis. De ahí que se necesite un criterio complementario que determine la competencia dentro del mercado nacional afectado.

57. En cualquier caso, la dificultad para aplicar el enfoque *market oriented* en el mercado primario no parece argumento suficiente para excluirlo. No solo porque no sea insalvable, como señalamos en el siguiente apartado, sino porque también hay casos en operaciones de mercado secundario en los que ese criterio adicional va a ser igualmente necesario. Por ejemplo, hay mercados regulados que no se localizan claramente en un lugar concreto, como sí es el caso de Bolsa de Fráncfort. En España, el mercado regulado de renta variable son las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, que funcionan interconectadas por el SIBE (sistema de interconexión bursátil).⁷³ Aquí no es evidente cuál es el lugar

⁷² Véase sobre la determinación del mercado afectado en materia de responsabilidad derivada del folleto S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, cit., pp. 332-334.

⁷³ Siempre existe una bolsa “de cabecera” a efectos de la admisión, pero esta información no es accesible (o no es fácilmente accesible) para los inversores, con lo que a efectos de determinar la competencia de los tribunales no debería ser relevante.

concreto relevante a efectos del art. 7.2 RBI bis, y será necesario un criterio adicional. Además, en los supuestos de pluricotización, como era el caso de BP, cuyas acciones cotizaban tanto en Fráncfort como en Londres,⁷⁴ siempre hará falta ese criterio adicional.

E) Un criterio de conexión complementario

58. En el supuesto del mercado secundario, ese criterio complementario puede ser el mercado en el que el inversor haya adquirido los valores al precio distorsionado. En casos de cotización en varios mercados de la UE, los intermediarios están sujetos a la obligación de ejecutar la orden en un sistema u otro en atención a las condiciones más ventajosas para el cliente, que incluyen precio, costes, rapidez y otras consideraciones (*best execution order*).⁷⁵ Esto no debería suponer una dificultad a la hora de tomar como relevante este criterio de conexión puesto que la política de ejecución de órdenes de cada intermediario está disponible para los inversores con antelación y los intermediarios deben recabar su consentimiento a esta. Además, una vez que esta se ha ejecutado, el intermediario tiene que informar de ello al inversor. Por tanto, resulta previsible para ambas partes y, al tratarse del mercado de entre aquellos en los que el precio se ha visto distorsionado en el que ha adquirido los valores el inversor que ha sufrido el daño, contribuye a una buena administración de la justicia por existir una vinculación particularmente estrecha entre los tribunales y el litigio.⁷⁶

59. En el caso del mercado primario, podría pensarse que ese criterio complementario, por haber sido ya considerado por el TJUE en *Kolassa y Löber*, pudiera ser la localización de la cuenta del inversor. La diferencia con la jurisprudencia actual radicaría en que, bajo esta perspectiva, la cuenta solo funcionaría de forma auxiliar, con el fin de determinar la competencia territorial dentro del mercado primario nacional afectado. Esto es, el criterio de conexión de base sería el lugar de (in)cumplimiento de las obligaciones legales de publicidad. Sin embargo, quizás la mejor opción, en la medida en que evitaría la proliferación de criterios conexión y las diferencias entre mercado primario y secundario, sería aplicar también en este caso como criterio de conexión auxiliar el lugar en el que el inversor haya adquirido los valores. Esta opción ya ha sido considerada por la doctrina⁷⁷ y tiene las mismas ventajas que señalamos para el mercado secundario.

60. Tanto en el ámbito del mercado primario como en el del secundario se puede dar la circunstancia de que la adquisición de los valores se produzca en un Estado diferente de aquel en el que se han cumplido las obligaciones de información. Por ejemplo, cuando la operación se produce *over the counter* (OTC), a pesar de estar los valores admitidos a negociación en un mercado regulado en una localización diferente. En ambos casos, el lugar en el que adquiere el inversor los valores no reviste en sí mismo relevancia en la medida en que el daño, tal y como se ha entendido en *VEB* y tal y como ya sostenía una parte importante de la doctrina, se ha producido con la distorsión de los precios en un lugar diferente (el mercado), y es ese precio el que típicamente se considerará en la operación OTC relevante. En estos casos, habría argumentos, pues, para afirmar la competencia de los tribunales del lugar donde se sitúa el mercado.⁷⁸ Esto, claro, solo será posible en la medida en que haya solo un mercado secundario o no se trate de una operación de mercado primario. En caso contrario, se haría necesario buscar un criterio

⁷⁴ La demanda se planteó ante los tribunales neerlandeses en 2015, un momento previo al *brexit*.

⁷⁵ Este principio se introdujo en el art. 21 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID), S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, cit. pp. 336-337, y actualmente se establece en el art. 27 MIFID II.

⁷⁶ Vid. M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, cit., p. 17, en un sentido similar.

⁷⁷ En materia de ley aplicable, vid. D. EINSELE, “Internationales Prospekthaftungsrecht...”, cit., pp. 40-41, S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, cit., pp. 335-339.

⁷⁸ Vid. M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, cit., p. 19; C. THOMALE, “Internationale Kapitalmarktinformationshaftung”, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 49, 2020, p. 343.

diferente, p.ej. la cuenta del inversor,⁷⁹ o, como también se ha sugerido, no aplicar en esos casos, más bien excepcionales, el artículo 7.2 RBI bis como “lugar de materialización del daño”.⁸⁰

IV. Lecciones en materia de ley aplicable

61. El TJUE no se ha pronunciado en cuanto a la ley aplicable en ilícitos del mercado de valores. En concreto, no ha interpretado la regla general recogida en el art. 4.1 del RRII, aplicable en estos supuestos, de acuerdo con la cual la ley aplicable es la del lugar de producción del daño (*lex loci damni*).⁸¹

62. Como ya señalamos más arriba, el tenor del art. 4.1 RRII no coincide con el del art. 7.2 RBI bis.⁸² La diferente redacción se explica por el afán de evitar una interpretación paralela de ambos textos, que tuviera en consideración la jurisprudencia *Bier* y, así, no solo el lugar de producción del daño sino también el lugar del hecho generador. En efecto, en principio, la interpretación de los mismos términos en el RBI bis y en el RRII debería ser la misma. Así se desprende del considerando 7 del RRII, que establece que “(...) las disposiciones del presente Reglamento deben garantizar la coherencia con el Reglamento (...) Bruselas I, y con los instrumentos que tratan sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales”. Es decir, el círculo hermenéutico del Derecho internacional privado patrimonial de la UE lo componen el RBI bis, el RRII y, en materia contractual, el Reglamento Roma I.⁸³ La distinta redacción del art. 4.1 RRII responde a la diferente ratio de las normas de conflicto frente a las normas de competencia, que atiende exclusivamente a la vinculación más estrecha, ie el centro de gravedad de la relación jurídica.⁸⁴ Esta vinculación más estrecha existe solo con el lugar de materialización del daño.

63. Dicho lo anterior, sí existe un paralelismo entre el art. 7.2 RBI bis y el art. 4.1 RRII. La formulación del art. 4.1 RRII sigue la que realiza el TJUE en la sentencia *Bier* de la correspondiente “pata” del actual art. 7.2 RBI bis.⁸⁵ Por este motivo, no existen, en principio, razones para no hacer una interpretación común a ambos textos del lugar de producción del daño, como establece el considerando 7 RRII. Es cierto que parte de la doctrina se ha mostrado cautelosa concretamente en cuanto a la extensión del enfoque de la sentencia *VEB* al ámbito de la ley aplicable.⁸⁶ El hecho de que se tome como lugar de producción del daño el mercado, lo explica. El razonamiento es el siguiente. En el RRII existe una norma especial en materia de Derecho de la competencia que establece la aplicación de la ley del mercado afectado (art. 6.3 RRII), en línea con la orientación institucional del Derecho de la competencia. Estos autores entienden que, en ausencia de una norma especial, es cuestionable que se pueda hacer la misma interpretación para ilícitos del mercado de valores en aplicación de la regla general del art. 4.1 RRII. Pues bien, aunque no cabe duda de que exige un esfuerzo interpretati-

⁷⁹ M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, p. 19 plantea la posibilidad de aplicar la combinación de residencia habitual + cuenta que se recoge en *Kolassa y Löber*.

⁸⁰ Vid. F. RIELÄNDER, “Financial torts...”, *cit.*, p. 49, en cuanto a esta segunda opción.

⁸¹ Vid. *supra* II A) sobre la calificación delictual. El RRII es de aplicación puesto que los daños causados por información engañosa en el mercado de valores no se encuentran dentro de ninguna de las exclusiones del ámbito de aplicación del RRII (en particular las que plantean más dudas, ie las exclusiones del art. 1.2 c) -obligaciones extracontractuales que se deriven de instrumentos negociables- y art 1.2 d) -obligaciones extracontractuales que deriven del Derecho de sociedades- vid. S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, *cit.*, pp. 273-283). Además, ninguna de las reglas especiales que se contienen en el instrumento es aplicable.

⁸² Véase *supra* II B).

⁸³ Es el denominado “principio de continuidad de los conceptos”. Vid. F.J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, *Derecho...*, *cit.*, p. 354. Vid. también E. LEIN, “The new Rome I/Rome II/ Brussels I synergy”, *Yearbook of Private international law*, Vol. X, pp. 177-189. Aunque, por supuesto, no se trata de una regla absoluta sino de un principio interpretativo. Vid. en el caso de las ilícitos del mercado de valores G. VAN CALSTER “Effectenbezitters: Which Lessons for Applicable Law?”, 23 de junio de 2021, <https://eapil.org/2021/06/23/effectenbezitters-which-lessons-for-applicable-law/>

⁸⁴ F. J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ “Un apunte sobre la “regla general” en el Reglamento “Roma II””, *AEDIPr*, T. VIII, 2007, pp. 241-250, pp. 245-246.

⁸⁵ M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, p. 24.

⁸⁶ Vid. G. VAN CALSTER “Effectenbezitters...”, *cit.*; M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, pp. 24-25.

vo, existen, en mi opinión, argumentos para abogar por una traslación de las conclusiones de *VEB* al ámbito del RRII.⁸⁷

64. En primer lugar, porque, de acuerdo con el considerando 21 RRII, la norma del art. 6 RRII no es una excepción al art. 4.1 RRII sino “una aclaración a este”. Si se trata de una aclaración del lugar de producción del daño tal y como lo establece el art. 4.1 RRII para los casos de ilícitos concursionales, se sigue que sería posible hacer una interpretación similar del art. 4.1 RRII que permitiera localizar el daño en el mercado afectado cuando los objetivos de política legislativa del ilícito de que se trate así lo aconsejen. Por los motivos que venimos señalando en este trabajo, que son igualmente trasladables al ámbito de la ley aplicable, este es el caso de las informaciones engañosas vertidas en los mercados de valores.⁸⁸

65. Pero es que, además, una conclusión diferente lleva a resultados todavía más inadecuados que en el ámbito del RBI bis. Si tomamos la jurisprudencia anterior del TJUE que, dicho simplificada-mente, localiza el daño en la cuenta del inversor, el emisor no podría de ninguna manera anticipar cuál va a ser la ley aplicable a su responsabilidad. Habida cuenta de que el inversor puede abrir una cuenta en el país que considere y dado el carácter universal del RRII (art. 3), esa ley puede ser la de cualquier país del mundo. Por supuesto, esto es contrario a los objetivos de previsibilidad y seguridad jurídica del reglamento. En cambio, la aplicación de la ley del lugar donde se localiza el mercado tiene un número importante de ventajas. No solo resulta previsible para ambas partes, sino que garantiza el paralelismo con las normas regulatorias incumplidas y, con ello, fomenta la función de *enforcement* que desempeñan las normas de responsabilidad civil. Con la aplicación de una única ley (o al menos un número limitado de ellas, tantas como mercados haya), que además son las del o los tribunales competentes, se garantiza el mismo trato a todos los inversores que han adquirido en el mismo mercado (y, por tanto, se han visto perjudicados por los mismos precios distorsionados), y se favorece el ejercicio de acciones colectivas.⁸⁹

66. En cualquier caso, lo que es claro es que, en ausencia de jurisprudencia del TJUE y a pesar de las ventajas que tendría desde el punto de vista de los objetivos de política legislativa, no hay acuerdo acerca de que el enfoque de la sentencia *VEB* se pueda extender al art. 4.1 RRII. Y ello aun cuando otra interpretación de la norma llevaría a resultados potencialmente poco adecuados.⁹⁰ No es de extrañar, pues, que una de las cuestiones que se han planteado repetidamente es la posibilidad de incluir una regla especial en esta materia en el RRII. Más allá de las propuestas doctrinales,⁹¹ la subcomisión de Derecho del mercado de valores del *Deutschen Rat für Internationales Privatrecht* elaboró una propuesta inspirada en la regla del art. 6 del RRII en materia de daños derivados de ilícitos concursionales, cuyo criterio de conexión principal es, precisamente, el mercado en el que están admitidos a negociación los valores.

⁸⁷ Vid. en este mismo sentido F. RIELÄNDER, “Financial torts...”, *cit.*, pp. 50-51.

⁸⁸ S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, *cit.*, pp. 295-303. Vid. también, entre otros, sobre la aplicación de la ley del mercado afectado, con diferentes aproximaciones D. EINSELE, “Internationales Prospekthaftungsrecht...”, *cit.*, o P. MANKOWSKI, “Finanzverträge...”, *cit.*

⁸⁹ La doctrina, por lo general, está de acuerdo en las ventajas que conllevaría la aplicación de la ley del mercado afectado, aun cuando sean cautelosos en cuanto a la posibilidad de aplicar esta ley de *lege lata*. Vid. M. LEHMANN “A new piece in the puzzle...”, *cit.*, p. 25. No obstante, los tribunales neerlandeses, por ejemplo, ya han localizado el daño puramente financiero a efectos del RRII en el mercado donde los instrumentos financieros están admitidos a negociación. Vid. G. VAN CALSTER “Petrobas securities class action. Applicable law update: Dutch court holds under Rome II on lex causae in tort for purely economic loss. Place of listing wins the day (and leads to Mozaik)”, 12 de marzo de 2020, <https://gavclaw.com/2020/03/12/petrobas-securities-class-action-applicable-law-update-dutch-court-holds-under-rome-ii-on-lex-causae-in-tort-for-purely-economic-loss-place-of-listing-wins-the-day-and-leads-to-mozaik/>. Hay otros problemas en la aplicación del RRII a este tipo de escenarios que no abordamos en este trabajo. Por ejemplo, los derivados del art. 4.2 RRII. Vid sobre estas cuestiones en S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, *cit.*, pp. 346 y ss.

⁹⁰ También sobre la problemática de la aplicación del art. 4.1 RRII en casos de los daños financieros por información engañosa en el mercado de valores, vid. el documento elaborado por el *British Institute for International and Comparative Law* a petición de la Comisión Europea, cuyo objeto es servir de base al informe sobre la aplicación del RRII de 2010 a 2020 (*British Institute for International and Comparative Law and Civic Consulting, Study to support the preparation of a report on the application of Regulation (EC) No. 864/2007 on the law applicable to non-contractual obligations (“Rome II Regulation”)*, JUST/2019/JCOO_FW_CIVI_0167, 2021)

⁹¹ P. ej. en materia de responsabilidad derivada del folleto vid. S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, *cit.*, pp. 369-375.

Cuando hay más de uno, el mercado relevante es aquel en el que el inversor haya adquirido los valores.⁹² Esto es, de nuevo lo que se propone es una regla con un enfoque *market-oriented*.

V. Conclusiones

67. La interrelación en los supuestos de ilícitos del mercado de valores entre información engañosa que se difunde incumpliendo las normas de transparencia (p.ej. el Reglamento de Folletos, la Directiva de Transparencia o el Reglamento sobre abuso de mercado), la formación del precio de los valores negociables y el daño puramente financiero que sufre el inversor que adquiere los valores a un precio distorsionado por esa información engañosa dota a estos supuestos de características diferenciales respecto de otros ilícitos de los que también surge un daño puramente financiero. Esta diferencia se proyecta en la determinación del lugar en el que se materializa el daño a efectos de los RBI bis y RRII.

68. La jurisprudencia del TJUE en casos específicamente de ilícitos del mercado de valores es limitada (en el caso del RRII, inexistente) y el Tribunal se ha mostrado titubeante. Las especiales dificultades en la localización del daño en estos casos, dentro de los ya en general difíciles de localizar daños puramente financieros, lo explican. La primera sentencia, en el asunto *Kolassa*, localizaba el daño en el lugar de la residencia habitual del inversor y de la cuenta bancaria de este, y fue fuertemente criticada por la doctrina. *Universal Music* matizó esta solución, que se justificaba, según el Tribunal, por “una serie de circunstancias que contribuían a la atribución de competencia a dichos tribunales”. Por último, la sentencia *Löber* consolidó, al menos por un tiempo, el enfoque multifactorial que introdujo *Universal Music*, al considerar junto con la residencia y la cuenta bancaria del inversor esa “serie de circunstancias”, que incluían los tratos con los bancos intermediarios o la difusión de la información engañosa (en este caso a través de la notificación de un folleto informativo). Tanto en *Kolassa* como en *Löber*, y a pesar de que en esta primera no tiene cabida en el fallo, un elemento al que se dota de una relevancia principal es la difusión de la información engañosa. La diseminación de la información en el Estado miembro donde se localiza la cuenta del inversor es lo que hace que la solución sea previsible. Así lo afirma el Tribunal. En último término, es lo que justifica la competencia de los tribunales, aunque esto último el TJUE no lo ponga negro sobre blanco.

69. En la última sentencia de la saga, el asunto *VEB*, el TJUE por fin configura como criterio de conexión independiente, al menos en opinión de la mayor parte de la doctrina, el lugar de cumplimiento de las obligaciones de información que es, a su vez, donde se localiza el mercado donde los precios se han visto distorsionados y los inversores han adquirido los valores. Posteriormente, cuando la verdadera información sale a la luz, el precio se corregirá y los inversores sufrirán el daño. Así, la dinámica información-precio-daño, característica de los ilícitos del mercado de valores, subyace implícitamente en la localización del daño que hace el Tribunal. Los resultados que permite alcanzar la solución presentan un buen número de ventajas, si los comparamos con la jurisprudencia anterior del TJUE. No solamente garantiza que ambas partes puedan razonablemente prever ante qué tribunales tendrán que litigar, sino que existe una relación particularmente estrecha entre los tribunales y el litigio (están situados donde la información se difundió y los precios se vieron alterados) y reduce notablemente el número de tribunales competentes sobre la base del art. 7.2 RBI bis, lo que en último término también funciona en beneficio de los inversores al facilitar el ejercicio de las acciones colectivas.

70. A partir de aquí, queda un buen número de cuestiones abiertas. Una de las fundamentales es si este enfoque *market-oriented* va a quedar circunscrito a supuestos de mercado secundario, pues el

⁹² “Beschluss der Unterkommission „Finanzmarktrecht“ der Zweiten Unterkommission des Deutschen Rats für Internationales Privatrecht”, de 31 de marzo de 2012. Véase el comentario de uno de los ponentes de la propuesta en M. LEHMANN, “Vorschlag für eine Reform der Rom II-Verordnung im Bereich der Finanzmarktdelikte”, *IPRAx*, Hefte 5, 2012, pp. 399-405, una traducción del autor al inglés en pp. 471-472, y una traducción al castellano en S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, *El folleto...*, cit., pp. 381-383.

asunto *VEB* lo era, o bien se extenderá al mercado primario y desplazará el enfoque multifactorial en asuntos similares a *Kolassa* y *Löber*. Aunque es difícil anticipar cuál será la posición del Tribunal en estos casos en que la jurisprudencia ha dado tantos bandazos, en principio no existen razones que imposibiliten extender dicho enfoque al mercado primario (ni en atención a la formulación empleada en *VEB* ni a la naturaleza de las normas regulatorias que se habrían de incumplir) y sí, por el contrario, muchas ventajas en hacerlo. En concreto, las mismas que en el mercado secundario.

71. En materia de ley aplicable existe, con carácter general, un acuerdo entre la doctrina en que sería deseable la aplicación de la ley del mercado afectado, p. ej. en términos de previsibilidad y equilibrio entre las partes. Lo que no está tan claro es si esa interpretación es posible *de lege lata*, ni siquiera después de la sentencia *VEB*, por las dificultades para extender la jurisprudencia al RRII. También aquí me parece que existen argumentos para realizar una interpretación *market-oriented* del art. 4.1 RRII, o al menos parece difícil pensar tras *VEB* que el TJUE vaya a admitir la aplicación de la ley de un país en el que no se haya producido difusión de información engañosa. Con todo, la situación sigue siendo la que era, con una importante división de opiniones e incertidumbre, que parece que solo se podría resolver con la intervención del TJUE o, idealmente, del legislador europeo, como se viene reclamando insistentemente.