



# VNiVERSIDAD D SALAMANCA

CAMPUS DE EXCELENCIA INTERNACIONAL

**Competencia judicial internacional y ley aplicable  
en la responsabilidad derivada de Folleto defectuoso  
en las OPV transfronterizas**

(Estudio jurídico en el marco normativo de la UE)

**Autor: David Vicente Martín**

**Tutora: Pilar Maestre Casas**

**Grado de Derecho**

*(Doble Titulación de Grados en Derecho y en Ciencia Política y Administración Pública)*

**Departamento de Derecho Privado**

**Área de Derecho Internacional Privado**

***Curso 2017/2018***





**VNiVERSiDAD  
D SALAMANCA**

CAMPUS DE EXCELENCIA INTERNACIONAL

**Competencia judicial internacional y ley aplicable  
en la responsabilidad derivada de Folleto defectuoso  
en las OPV transfronterizas**

(Estudio jurídico en el marco normativo de la UE)

**International Jurisdiction and Applicable Law  
to defective Prospectus Liability in  
international Public Offerings**

(Legal Study from the Regulatory Framework of the EU)

**(Autor) DAVID VICENTE MARTÍN**

david.vicenmar@gmail.com

**(Tutora) PILAR MAESTRE CASAS**

Área de Derecho Internacional Privado

Departamento de Derecho Privado

**GRADO EN DERECHO**

(Doble Titulación de Grados en Derecho y en Ciencia Política y Administración Pública)



## RESUMEN

Ante la aparición del folleto en las OPV a nivel europeo (al proporcionar información clave a los inversores) y las fallas radicadas en el control de su contenido, abarcaremos la exploración de la jurisprudencia desarrollada para la determinación de la competencia judicial internacional y la ley aplicable en los supuestos en los que un inversor opta por reclamar al emisor posibles responsabilidades derivadas de la falsificación del dicho folleto.

Así, nuestro análisis encontrará un moderno, pero técnico y complejo, desarrollo jurisprudencial basado en un “Análisis de dos niveles”. El primero orientado a la determinación de la naturaleza jurídica de la OPV en su conjunto, siendo fundamental la existencia o no de una posible “Cesión de crédito” entre inversor e intermediario. El segundo, respecto a las cuestiones concretas de competencia judicial internacional y ley aplicable a estos supuestos, siendo aún necesaria mucha concreción en la aplicación del articulado de los reglamentos Bruselas I bis, Roma I y Roma II.

Finalmente, se incluirá un comentario crítico sobre dicha situación jurídica (habida cuenta de los riesgos que supone para la autonomía y seguridad del Derecho europeo), aportándose en último término propuestas al respecto.

**Palabras Clave:** Folleto, OPV, Responsabilidad contractual, Responsabilidad extracontractual, Subrogación, Inversor, Emisor

## ABSTRACT

Given the emergence of the Prospectus in the Public Offerings at an European scale (by providing key information for investors) and flaws in the control of its content, we aim to explore the developed jurisprudence for establishing international jurisdiction and applicable law in such cases where an investor decides to claim likely responsibilities to the Issuer for the falsification of the Prospectus' content

Thus, our analysis is finding a modern, but complex and technical, case law based in a “Two-level analysis”. The first one is targeted at the resolution of the legal nature of the Public Offering as a whole, being critical the possible existence of an assignment of receivables between Investor and Intermediary. The second level is based in concrete aspects of international jurisdiction and applicable law in these cases, being still necessary a great interpretative concretion for the enforcement of the regulations Brussels I bis, Rome I and Rome II.

Finally, a critical comment is included about the judicial status of the matter (given its risks for the autonomy and security of European law), displaying suitable proposals at the end.

**Key Words:** Prospectus, Public offering, Contractual liability, Extracontractual liability, Voluntary assignment, Investor, Issuer



## Índice

Índice .....	7
Abreviaturas y Acrónimos.....	9
<b>1. Introducción.....</b>	<b>11</b>
1.1 Problemática.....	11
1.2 Objeto de Estudio y Relevancia .....	12
1.3 Estructura de Investigación .....	13
<b>2. Desarrollo.....</b>	<b>15</b>
<b>2.1 Marco Conceptual Previo.....</b>	<b>15</b>
2.1.1 Oferta Pública de Valores (OPV) Transfronteriza .....	15
2.1.2 Folleto Informativo .....	15
2.1.3 Responsabilidades derivadas de un “Folleto Defectuoso” .....	19
2.1.4 Sujetos en una OPV Transfronteriza: emisor, intermediario, inversor.....	20
2.1.5 Relaciones entre los sujetos: Materia Contractual y Extracontractual .....	21
<b>2.2 “Competencia Judicial Internacional” en los casos de Responsabilidad derivada del Folleto en una OPV Transfronteriza.....</b>	<b>23</b>
<b>2.2.1 Marco Normativo .....</b>	<b>23</b>
2.2.1.1 ¿Qué norma es aplicable?.....	23
2.2.1.2 Foros de Competencia .....	24
<b>2.2.2 Desarrollo Jurisprudencial: Supuestos de Hecho y Problemáticas .....</b>	<b>25</b>
2.2.2.1 Caso <i>Kolassa</i> (STJUE de 28 de enero de 2015, As. C-375/13) .....	26
2.2.2.2 Caso <i>Profit</i> (STJUE de 20 de abril de 2016, As. C-366/13).....	27
2.2.2.3 Caso <i>Löber</i> (Petición de decisión prejudicial de 24 de mayo de 2017, As. C-304/17) .....	28
<b>2.2.3 Desarrollo jurisprudencial: resolución de cuestiones controvertidas.....</b>	<b>29</b>
2.2.3.1 ¿Puede la figura del “pequeño inversor” entenderse como un “consumidor”? 29	
2.2.3.2 ¿Puede una “cláusula de atribución de la competencia” incluida en el folleto entenderse como un “acuerdo escrito mutuo” de prórroga de la competencia?.....	30
2.2.3.3 ¿Puede una “cláusula de atribución de la competencia” incluida en el folleto entenderse como un “uso mercantil internacional conocido por ambas partes”? .....	33
2.2.3.4 ¿Puede entenderse la relación entre el emisor y el inversor final como “materia contractual”? ¿Dónde se ubica el “lugar de cumplimiento de la obligación”?.....	34
2.2.3.5 ¿Puede entenderse una demanda de esta temática como “materia delictual o cuasidelictual”? ¿Dónde se ubica el “lugar de producción del hecho dañoso”? .....	36

<b>2.3 “Ley aplicable” en los casos de responsabilidad derivada del folleto en una OPV transfronteriza</b> .....	<b>38</b>
<b>2.3.1 Marco Normativo: La compleja delimitación de “Roma I” y “Roma II”</b> .....	<b>38</b>
<b>2.3.2 Ley aplicable: Puntos de Conexión en Roma I y Roma II</b> .....	<b>41</b>
2.3.2.1 Cuestión previa para saber si nos regimos por los criterios del “Roma I” o “Roma II”: ¿cuál es la ley aplicable al crédito objeto de cesión (art. 14.2 “Roma I”)? .....	41
2.3.2.2 Cuestión incidental: la relevancia de aclarar la ley aplicable a la subrogación como condicionante de la competencia judicial internacional: ¿bajo qué ley nacional decidimos si hay o no subrogación del inversor? .....	42
2.3.2.3 Cuestión principal. La ley aplicable a las responsabilidades del emisor con el inversor por folleto defectuoso en OPV transnacional: ¿qué ley es aplicable para resolver el caso?.....	43
<b>2.4 Reflexiones finales: situación actual, problemáticas y propuestas</b> .....	<b>45</b>
2.4.1 Complejidad y vacíos del actual marco europeo para establecer la competencia judicial internacional y la ley aplicable en estos casos: una traba para la “UMC” .....	45
2.4.2 Problemáticas para la implementación de la doctrina del TJUE en los tribunales nacionales de los Estados Miembros .....	47
2.4.3 La escasa delimitación de la Jurisprudencial del TJUE. Riesgos .....	47
2.4.4 Una propuesta rompedora: La creación de un marco legal propio de competencia judicial internacional y ley aplicable en los supuestos estudiados .....	49
<b>3. Conclusiones</b> .....	<b>51</b>
<b>Bibliografía</b> .....	<b>53</b>
Legislación .....	53
Jurisprudencia .....	54
Artículos y Revistas .....	55

## Abreviaturas y Acrónimos

<b>BM</b>	Banco Mundial
<b>Bruselas I</b>	Reglamento (CE) nº 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil.
<b>Bruselas I bis</b>	Reglamento (UE) 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 (refundición).
<b>Conclusiones AG</b>	Conclusiones del Abogado General
<b>Caso <i>Bankia</i></b>	Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) núm. 92/2016, de 3 de febrero de 2016
<b>Caso <i>ERGO</i></b>	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 21 de enero de 2016, procesos acumulados C-359/14 y C-475/14
<b>Caso <i>Kolassa</i></b>	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 28 de enero de 2015, C-375/13
<b>Caso <i>Morgan Stanley</i></b>	Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) núm. 3027/2017, de 20 de julio de 2017
<b>Caso <i>Profit</i></b>	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 20 de abril de 2016, C- 366/13
<b>Caso <i>Löber</i></b>	Cuestión Prejudicial interpuesta ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, el 24 de mayo de 2017, C-304/17
<b>CNMV</b>	Comisión Nacional del Mercado de Valores
<b>DIPriv</b>	Derecho internacional privado
<b>LMV</b>	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
<b>MiFID II</b>	Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados e instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE
<b>MP</b>	Mercado Primario
<b>OPS</b>	Oferta Pública de Suscripción
<b>OPV</b>	Oferta Pública de Valores
<b>OPVn</b>	Oferta Pública de Venta
<b>Reglamento del Contenido del Folleto</b>	Reglamento (CE) Nº 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE, en cuanto a la información contenida en los folletos así como al formato, la incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad.
<b>Reglamento del Folleto</b>	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
<b>Roma I</b>	Reglamento (CE) 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I).
<b>Roma II</b>	Reglamento (CE) 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)
<b>STJUE</b>	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
<b>STS</b>	Sentencia del Tribunal Supremo
<b>TJUE</b>	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
<b>TS</b>	Tribunal Supremo
<b>UE</b>	Unión Europea
<b>UMC</b>	Unión del Mercado de Capitales



## 1. Introducción

### 1.1 Problemática

A lo largo de la presente investigación nos disponemos al estudio de la respuesta dada por nuestro ordenamiento jurídico a uno de los fenómenos más característicos de la nueva economía globalizada de este siglo XXI<sup>1</sup>: el incremento de las inversiones y flujos de capital a nivel internacional<sup>2</sup>. Las fronteras ya no son un impedimento para la circulación de capitales a lo largo del globo, y la gobernanza de estos flujos es indispensable para una globalización ordenada que aporte certezas, seguridad, y, por lo tanto, prosperidad.

En este sentido, se han producido numerosos avances normativos tanto a nivel internacional<sup>3</sup> como sobre todo europeo<sup>4</sup>, habiéndose hecho hincapié no tanto en la regulación del contenido de los productos financieros *per se*<sup>5</sup>, sino en la obligación de otorgar información relevante a los inversores sobre qué están adquiriendo exactamente<sup>6</sup>.

Así, desde esta perspectiva, se ha venido desarrollando una rica regulación europea en torno a la obligación de acompañar toda “oferta pública de valores” en el “mercado

---

<sup>1</sup> Cuando nos referimos a la “economía globalizada del s. xxi” nos referimos al actual modelo económico internacional heredero del largo y complejo proceso multidimensional al que llamamos “globalización” originado tras la crisis económica de 1980 ). En cualquier caso, no debemos olvidar que la globalización probablemente sea “la palabra más abusada del s. XXI” (En palabras de CHANDA).

<sup>2</sup> Mientras en 1985 el valor de los flujos internacionales de capital era del 0,9% del PIB mundial, en 1995 ya era del 2,3%, en el 2000 del 8,48%, alcanzando su máximo en 2007 con el 10,73% del PIB. En cualquier caso, este ha sido un crecimiento muy volátil sensible a las crisis económicas producidas (Banco Mundial)

<sup>3</sup> Con instituciones de carácter tanto público como privado, por ejemplo: OICV (Organización Internacional de Comisiones de Valores), FAFT (Grupo de Acción Financiera contra el Blanqueo de Capitales), ISDA (Asociación Internacional de Swaps y Derivados) ...

<sup>4</sup> La UE ostenta competencia no solamente en política monetaria en términos formales (Moneda Única y un único Banco Central Europeo fijador de sus tipos de interés), sino también en regulación y en supervisión. Así, uno de los pilares en la consolidación del ansiado “mercado interno” se encontrará en la libre circulación de capitales dentro de la Unión, buscando la actual presidencia de Juncker su perfeccionamiento mediante la superación de la actual “unión bancaria” de la UE con una auténtica “unión del mercado de capitales” (UMC), logrando dar seguridad y agilizar la financiación y el flujo de capitales dentro de la Unión (habiendo impulsado la Comisión un plan de acción para su implementación desde el año 2015 con la publicación del “Green Paper” sobre la nueva UMC).

<sup>5</sup> A pesar del estallido de la crisis económica global en 2007 y el desastre de los fondos estructurados *subprime* -productos financieros complejos mediante ingeniería financiera para ocultar auténticos productos basura de escasa solvencia- (como los define POZZI), a día de hoy no se observa voluntad alguna de regulación del contenido de los productos financieros. La única mención a esta materia que podemos hallar en el ordenamiento europeo (y de forma muy indirecta y general) es el art. 24.2 MiFID II (Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados e instrumentos financieros).

<sup>6</sup> Esta perspectiva se basa en lo que ha venido a considerarse el “paradigma de la información”, es decir, la presunción de que los inversores actuarán de forma más racional cuanto más información tengan sobre sus operaciones. Por lo tanto, si los inversores cuentan con suficiente información, tomarán decisiones racionales y el mercado crediticio funcionará racionalmente.

primario” (OPV) de un debido “folleto informativo” en el que el “emisor” deberá incluir “información relevante y verídica” acerca de diversos elementos del “Valor Negociable” que oferta (en cualquier caso, esta obligación tendrá diversas limitaciones normativas).

No obstante, y a pesar de esta regulación, las problemáticas y discrepancias acerca del contenido, exactitud y responsabilidades derivadas de dichos “Folletos Informativos” a menudo acaban surgiendo, debiendo los tribunales pronunciarse al respecto<sup>7</sup>. Todo ello, sumado a la ya mencionada internacionalización del mercado<sup>8</sup>, hace que el papel del DIPriv en la gobernanza jurídica de estos flujos sea esencial.

## 1.2 Objeto de Estudio y Relevancia

De esta forma, nos disponemos en el presente proyecto al abordaje de las dos primeras preguntas que todo jurista se planteará al encontrarse ante un caso de exigencia de responsabilidades derivadas de un Folleto Informativo fraudulento en una OPV con elementos de internacionalidad: “¿Qué tribunales son competentes y qué legislación es aplicable para resolver la controversia?”<sup>9</sup>

Resolver esta cuestión no tendrá meras consecuencias a nivel jurídico, sino también económico, ya que “encontrar al tribunal competente [y la ley aplicable] en casos de este tipo tiene enormes implicaciones financieras para gran cantidad de inversores”<sup>10</sup>. A su vez, habida cuenta del proceso de “europeización” del “Mercado de Capitales Internacional”, nos centraremos en el marco normativo de la UE<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup> Ciertamente son muchos los casos en los que inversores reclaman al emisor de los valores adquiridos responsabilidades por el incumplimiento de sus deberes de información (por medio de omisión o falsedad de los datos reflejados en el “folleto informativo”). Solo en el último año encontramos numerosos procesos resueltos a este respecto en el Tribunal Supremo.

<sup>8</sup> Como se desarrollará a continuación, muy a menudo un valor negociable es emitido con su folleto (o sea, se produce una OPV) en un país, pero luego es adquirido por uno o varios intermediarios financieros (brókeres, agencias de gestión de carteras, entidades de crédito...) en otro u otros Estados, y finalmente acaba en las manos de uno o varios inversores particulares repartidos por otras naciones diferentes...

<sup>9</sup> F. J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “¿Qué tribunales nacionales son competentes para conocer de las demandas por responsabilidad del folleto? A propósito de la STJUE de 28 de enero de 2015”, *Almacén del Derecho*, 2015, [on-line] recuperado el 20 de octubre de 2017, de <http://derechomercantiles.pana.blogspot.com.es/2015/02/que-tribunales-nacionales-son.html>

<sup>10</sup> M. LEHMANN, “Prospectus liability and private international law – Asserting the landscape after the CJEU Kolassa Ruling (Case C-375/13)”, *Journal of Private International Law*, v. 11, n.º. 2, 2016, [on-line] recuperado el 22 de octubre de 2017, de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2734721](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2734721)

<sup>11</sup> Ciertamente, existen otros marcos normativos además del europeo (en esta materia, por ejemplo, en los casos de aplicación de los Tratados Bilaterales conocidos como “Acuerdos de Promoción y Protección Recíproca de Inversiones” -APPRI-). Estos marcos, no obstante, no serán aquí abarcados.

Bien es cierto que, a pesar de la relevancia del asunto, se trata de un ámbito que apenas ha sido tratado, como señala SÁNCHEZ FERNÁNDEZ<sup>12</sup>:

*“La doctrina internacional privatista española prácticamente no se ha ocupado de la cuestión de la responsabilidad civil en los mercados de valores, y en consecuencia, tampoco de la responsabilidad derivada del folleto”*

Esto, sumado al hecho de que no existan foros de competencia o de ley aplicable propios para estos supuestos<sup>13</sup>, hace que la labor de interpretación de las normas comunes de competencia judicial internacional y ley aplicable en estos supuestos sea importantísima a nivel judicial. No en vano, ya contamos hoy en día con diversas sentencias (emitidas tanto por el TJUE como por el TS) que abordan las diversas problemáticas derivadas de estos casos<sup>14</sup>, y que procedemos a abarcar en este estudio.

### **1.3 Estructura de Investigación**

De esta forma, dicho todo lo anterior, deberemos estructurar nuestro estudio.

En primer lugar, desarrollaremos brevemente un estudio del funcionamiento de las OPV Internacionales y los denominados “folletos informativos” asociados, abordando su regulación actual y diversos conceptos jurídicos que se tratarán a lo largo del desarrollo.

Tras ello, realizaremos una exploración jurisprudencial de las diversas cuestiones de interés que se derivan de estos supuestos de hecho, abarcando tanto la casuística dada a nivel europeo como del TS, así como comentarios doctrinales.

Finalmente, concluiremos nuestro estudio aportando diversos comentarios y propuestas para la mayor salvaguarda de la certeza jurídica en estos supuestos (en materia de DIPriv), siempre con vistas al fin último de consecución de un mercado financiero internacional transparente, eficiente y seguro para todos los actores involucrados y, por ende, para el conjunto de la economía global y de los ciudadanos.

---

<sup>12</sup>S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ / F.J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ (dir.), *Ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto*, Madrid, Universidad Autónoma de Madrid, 2013, [on-line] recuperado el 28 de septiembre de 2017, de [https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/660255/sanchez\\_fernandez\\_sara.pdf?sequence=1](https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/660255/sanchez_fernandez_sara.pdf?sequence=1)

<sup>13</sup> Como se verá, se ha llegado a proponer ya a día de hoy la creación de un foro de competencia y un punto de conexión de ley aplicable propios para ilícitos derivados del mercado de valores (como es nuestro caso)

<sup>14</sup> Nos referimos, principalmente, a las sentencias del TJUE de 28 de enero de 2015, *Kolassa*, As. C-375/13, y de 20 de abril de 2016, *Profit*, As. C-366/13, así como el Caso *Löber*, As. C-304/17 en trámite; y de la sentencia del Tribunal Supremo de 20 de julio de 2017, núm. 3027/2017, Caso “*Morgan Stanley*”.



## **2. Desarrollo**

### **2.1 Marco Conceptual Previo**

Como hemos mencionado, nos parece esencial una primera sección destinada a la definición de los conceptos jurídicos básicos que se manejarán a lo largo del estudio.

#### **2.1.1 Oferta Pública de Valores (OPV) Transfronteriza**

Para comprender este concepto deberemos, antes de nada, definir qué entendemos por una OPV, viendo que se trata de un concepto autónomo de la normativa europea definido en el artículo 2.d) del “Reglamento del Folleto”:

*“Una comunicación a personas, de cualquier forma y por cualquier medio, que presenta información suficiente sobre los términos de la oferta y los valores que se ofertan de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de dichos valores. Esta definición también será aplicable a la colocación de valores a través de intermediarios financieros”*

Vemos así una conceptualización amplia, incluyendo tanto las OPV en el mercado primario (donde los títulos-valores son ofertados inicialmente por un “emisor”) como secundario (donde se produce la “reventa ulterior de valores”, no encontrando ningún emisor sino “oferentes”). A su vez, en el MP, el concepto abarcará las OPV en las que el emisor pretende tanto ampliar su capital social mediante la creación y oferta de nuevas acciones (OPS) como desprenderse de su Capital Social ofertando acciones ya existentes que aún no han sido lanzadas al mercado, no variando su capital social (OPVn).

Así, dicho todo lo anterior, entenderemos como “OPV Transfronteriza” aquella Oferta Pública de Valores en la que podemos encontrar un “Elemento de Internacionalidad” que haga aplicables las normativas de DIPriv correspondientes.

#### **2.1.2 Folleto Informativo**

Una vez resuelta la cuestión de qué es una OPV transfronteriza, deberemos comprender qué es el “folleto informativo” (del que emanan las responsabilidades que dan pie a los supuestos de hecho de nuestro estudio), aunque previamente abordaremos el marco normativo de estos folletos, cuya competencia legislativa corresponde a la UE, destacando que actualmente nos encontramos en pleno período de transición normativa.

Así, a lo largo del estudio hemos hecho mención al nuevo “Reglamento del Folleto”<sup>15</sup>, en vigor desde el 19 de julio de 2017. Sin embargo, la mayoría de sus disposiciones no serán de aplicación hasta el 21 de julio de 2019, siendo a día de hoy aplicable la “Directiva del Folleto”<sup>16</sup> (precedente y a la que sustituye el “Reglamento del Folleto”) materializada en su transposición a las normativas nacionales de los Estados miembro de la UE<sup>17</sup>.

Tras ello, ahora sí, debemos responder: ¿Qué es el folleto en una OPV? Pues bien, partiendo de la perspectiva del legislador de que la mejor vía para garantizar la eficiencia de los mercados es el otorgamiento de información a los inversores, el “folleto” será el documento publicado necesariamente antes de una OPV<sup>18</sup> realizada en un “mercado regulado”<sup>19</sup> que garantizará que los inversores cuenten con la Información necesaria para evaluar la posible adquisición del valor ofertado. Debemos abordar algunas cuestiones:

1) Cuestión previa: ¿debe publicarse folleto en toda OPV del mercado regulado?

---

<sup>15</sup> 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 (DOUE L 168, de 30 de junio de 2017, pp. 12-84).

<sup>16</sup> Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DOUE L 345, de 31 de diciembre de 2003, pp. 64-89).

<sup>17</sup> En el caso de España, las normas contenidas en dicha Directiva del Folleto serían transpuestas por medio de tres medidas legales, una de reforma y dos de desarrollo:

-Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública (BOE n. 62, de 14 de marzo de 2005, pp. 8832-8853)

-Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1998, 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 n. 274, de 16 de noviembre de 2005, pp. 37440-37454)

-Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Capitales (BOE n. 274, de 16 de noviembre de 2005, pp. 37456-37457)

No obstante, dichas medidas fueron aplicables a la entonces en vigor Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE n. 181, de 29 de julio de 1988, pp. 23405-23425), sustituida por 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 n. 255, de 24 de octubre de 2015, pp. 100356-100541), aquí denominada LMV ( que será de aplicación respecto al folleto y la responsabilidad del mismo hasta que entre en vigor el mencionado “Reglamento del Folleto”, el 21 de julio de 2019).

<sup>18</sup> Art. 36.c) LMV; Art. 3.1 Reglamento del Folleto

<sup>19</sup> Englobamos “mercados regulados” ya sean primarios o secundarios. No obstante, quedan excluidas las operaciones realizadas en el marco de los mercados OTC (over the counter), donde en lugar de producirse una OPV se da una negociación directamente entre dos partes (Art. 34.1 LMV).

Lo cierto es que no. Ya en la LMV se establecen excepciones (arts. 34.2 y 35.2 LMV). A su vez, habida cuenta de la vigencia del “Reglamento del Folleto” a partir de 2019, será muy útil acudir a las excepciones ubicadas en esta norma (arts. 1.2-1.5 “Reglamento del Folleto”), destacando por ejemplo, la no necesidad de publicar folleto en las OPV de valor inferior a un millón de euros<sup>20</sup>; las OPV emitidas por ONG, Entidades Territoriales y Estatales, Bancos Centrales... etc. Aun así, existe la opción de que un emisor emita voluntariamente dicho “folleto”.

2) Redacción: ¿quién redacta el folleto?, y ¿qué información debe recoger?

Es realmente interesante observar cómo el legislador delegará al propio emisor u oferente de una OPV la realización del folleto, siendo quien diseña el valor ofertado quien a su vez informará a los inversores sobre el mismo<sup>21</sup>.

A su vez, destaca como, a diferencia de lo que ocurre en la regulación del resto de cuestiones relacionadas con el folleto (donde aún -hasta julio de 2019- es de aplicación la legislación nacional -conforme a los deberes de transposición de la “Directiva del Folleto”-), en el contenido del folleto es ya de aplicación el ordenamiento europeo por medio de un reglamento directamente aplicable<sup>22</sup>.

De esta forma, la información y estructura a seguir en los folletos deberán ajustarse a lo marcado en el articulado y anexos de este “Reglamento del Contenido del Folleto”<sup>23</sup>, debiéndose incluir, en cualquier caso, conforme al art. 6 “Reglamento del Folleto”: *“la información necesaria que sea pertinente para que el inversor pueda hacer una evaluación informada de (1) los activos y pasivos, las pérdidas y ganancias, la situación financiera y las perspectivas de emisor y de todo garante, (2) los derechos inherentes a los valores, y (3) los*

---

<sup>20</sup> En el marco de la anterior “Directiva del Folleto” este límite se ubicaba en cinco millones de euros. De hecho, así queda recogido en el actualmente aplicable art. 35.2.e) LMV.

<sup>21</sup> Art. 33.2 LMV; Art. 6.3 “Reglamento del Folleto”.

<sup>22</sup> Reglamento (CE) N° 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE, en cuanto a la información contenida en los folletos así como al formato, la incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad (DOUE L 149, de 30 de abril de 2004, pp. 1-132)

<sup>23</sup> Resulta interesante mencionar que, en consonancia con la actual época de transición jurídica en cuanto a regulación de folleto, este reglamento muy probablemente sea sustituido por regulación a desarrollar por la Comisión en los próximos meses. No en vano dicho reglamento complementa a la -aún en aplicación- “Directiva del Folleto”, pero con la sustitución de esta por el “Reglamento del Folleto” será necesario la adopción de un nuevo Reglamento de desarrollo (art. 13.1 “Reglamento del Folleto”).

*motivos de la emisión y sus consecuencias para el emisor*<sup>24</sup>”, debiéndose todo ello “*redactar y presentar de forma fácilmente analizable, concisa y comprensible*”.

3) Post-Redacción y Publicación: ¿Existe algún control de su contenido?

En primer lugar, conforme al art. 13 “Directiva del Folleto” se establece que “*No se publicará ningún folleto hasta que haya sido aprobado por la autoridad competente del Estado miembro de origen*”<sup>25</sup>, debiéndose aprobar el Folleto, en el caso de España, por la CNMV. No obstante, bajo esta regulación, dicha supervisión es “meramente formal” dado que se supervisará sólo el cumplimiento del reflejo de los datos requeridos en el Folleto, pero no su veracidad<sup>26</sup>.

Sin embargo, la UE ha ampliado a este respecto la regulación en el art. 20 del “Reglamento del Folleto”<sup>27</sup>, haciendo referencia a los principios de “integridad, inteligibilidad y coherencia” que deben respetarse en la aprobación del folleto, estando pendiente el desarrollo normativo para la supervisión del cumplimiento de dichos principios por medio de un reglamento delegado a ser adoptado por la Comisión antes de enero de 2019 (art. 20.11 “Reglamento del Folleto”).

De esta forma, mencionar finalmente que a lo largo del presente proyecto calificaremos como “folletos defectuosos” aquellos folletos informativos que, si bien han cumplido las obligaciones formales para su aprobación y emisión en el seno de una OPV, habrían violado los deberes de Información correspondiente mediante el ocultamiento o falsificación del contenido relevante para los inversores<sup>28</sup>.

---

<sup>24</sup> Debemos mencionar que este “tercer pilar” de deberes de información (relativo al reflejo de “los motivos de la emisión y efectos para el inversor”) es una de las novedades que serán de aplicación a partir de julio de 2019, ya que en el actual marco normativo “Directiva del Folleto” solamente se recogía el deber de reflejar en el folleto los dos primeros pilares de información (sobre la situación del emisor y sus garantes; y sobre las obligaciones derivadas de la adquisición del valor) (art. 5.1 “Directiva del Folleto”).

<sup>25</sup> La publicación del folleto, al igual que su elaboración, recaerá sobre el emisor u oferente de la OPV, debiendo ser “con suficiente antelación a la fecha inicial de la OPV” (art. 21 “Reglamento del Folleto”).

<sup>26</sup> S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ / F.J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ (dir.), *Ley aplicable...*, op. cit., p. 13

<sup>27</sup> Este artículo está titulado “Aprobación y Examen del Folleto”, cuestión destacable dado que en la anterior “Directiva del Folleto” únicamente se hablaba de “Aprobación del Folleto”, sin incluir el término “Examen”

<sup>28</sup> Como hemos dicho, esta es una cuestión que puede darse a pesar de la Supervisión realizada por la CNMV (en el caso de España), habida cuenta de que esta no supervisa la veracidad real de los datos reflejados en el folleto. En cualquier caso, a partir de 2019 debemos estar pendientes del alcance que tenga a estos efectos la regulación que realice la Comisión hasta entonces (art. 20.11 “Reglamento del Folleto”).

### 2.1.3 Responsabilidades derivadas de un “Folleto Defectuoso”

Dicho lo anterior parece recomendable un breve repaso a las disposiciones existentes sobre las responsabilidades que pueden surgir por la publicación de un “folleto fraudulento”, pudiéndose derivar responsabilidades tanto de carácter civil (entre partes privadas) como administrativo (ante las autoridades)<sup>29</sup>.

Así, los responsables de la veracidad y adecuación del contenido del folleto serán el emisor, el oferente (o sus cargos de dirección) o el garante de estos, recogiendo esta regulación tanto en la “Directiva del Folleto” (art. 6) como en el “Reglamento del Folleto” (art. 11), siendo curioso que en el nuevo reglamento apenas se hayan introducido modificaciones. En cualquier caso, si bien la UE regula quiénes son los responsables, no abarcará el régimen de las responsabilidades civiles o penales derivadas de su incumplimiento, estando aún en manos de los Estados Miembros regular esta cuestión<sup>30</sup>.

En la legislación española esto se menciona en el art. 38 LMV, pero limitándose a copiar lo ya dicho en las normas europeas, y delegando un auténtico desarrollo normativo a la Administración (arts. 38.1 y 38.3 LMV). No obstante, este desarrollo reglamentario no se ha producido aún hoy, debiéndose cubrir este vacío legal mediante la jurisprudencia elaborada por la sentencia del TS (Sala de lo Civil) núm. 92/2016, de 3 de febrero de 2016, “Caso *Bankia*”<sup>31</sup>.

Así, destacar que, en España, a partir de dicho caso, las responsabilidades derivadas del folleto serán muy amplias, abarcando no sólo la imposición de responsabilidades pecuniarias (independientemente de que el inversor lea o no el folleto), sino que alcanzará la misma posibilidad de declarar nula la compra de acciones secundadas por folleto defectuoso (quedan aún por resolver las eventuales responsabilidades penales).

---

<sup>29</sup> Como se ve en el art. 25.1 de la “Directiva del Folleto”, ampliándose esta cuestión a todo un capítulo en el Reglamento del Folleto (Capítulo VIII, de “Sanciones Administrativas y otras Medidas Administrativas”)

<sup>30</sup> Esta delegación de regulación a los Estados Miembros, como deducimos, deja la vía abierta a la necesidad de acudir al DIPriv para resolver cuál será la ley aplicable nacional concretamente en estos casos, incluso después de que sea aplicable el nuevo Reglamento 2017/1129, en 2019.

<sup>31</sup> En dicho caso, en 2011 un matrimonio de jubilados adquirió acciones de Bankia en virtud de una OPV de dicha entidad en la que, conforme a las regulaciones enunciadas, se emitió y publicó un “folleto” tras su aprobación por la CNMV. Meses después, la entidad pasó por serios problemas financieros, quedando las acciones sin valor. Tras ello, los adquirentes solicitarían la “nulidad” de la compra realizada en virtud de un “error-vicio en el consentimiento” dada la falsedad de la imagen de solvencia dada por Bankia en el “folleto”, en el que, como corroboran todas las Instancias, existía una “enorme y sustancial disparidad” entre lo reflejado y los datos reales. El fallo de dicha sentencia se resume en el cuerpo del presente proyecto.

### 2.1.4 Sujetos en una OPV Transfronteriza: emisor, intermediario, inversor

Debemos tener presente que las OPV no son meros contratos de compraventa o de prestación de servicios de carácter financiero en los que intervienen un “oferente” y un “inversor”, sino que en ellas encontramos una sucesión de sujetos y de contratos celebrados entre ellos. Será pertinente, entonces, desarrollar quiénes son dichos sujetos:

- 1) *Emisor: deudor tanto del intermediario como del inversor.* En una OPV nos encontramos con un emisor que desea recibir Capital de inversores interesados, para lo que emite un Bono o Título de Deuda en el Mercado Primario (Bolsa, generalmente), convirtiéndose, por lo tanto y en virtud de dicho título-valor, en deudor de quien lo adquiere, debiendo devolver una cantidad determinada de dinero al adquirente de dicho título-valor al vencimiento de éste.
- 2) *Intermediario: acreedor directo del emisor.* Cuando el emisor lanza su OPV en Bolsa, los intermediarios interesados serán quienes adquieran dichos títulos en primer término, convirtiéndose en acreedores del emisor en virtud del contrato celebrado entre ambos. Así, estos adquirentes en el MP serán entidades bancarias, grupos de gestión de carteras de inversión, brókeres... cuyo objetivo será, por lo general, revender dichos activos a posteriores interesados (en lugar de convertirse en auténticos acreedores de los emisores del título-valor que adquieren)<sup>32</sup>.
- 3) *Inversor final: acreedor indirecto del emisor.* Finalmente, será el inversor quien adquiere en el mercado secundario el título-valor (en virtud del cual el emisor es deudor al deber reembolsar una determinada cantidad monetaria al vencimiento de dicho título) por contrato con el último intermediario de esta operación. De esta forma, en último término, parece que el inversor será el acreedor del emisor en el contexto de una OPV, pero al no haber celebrado contrato alguno con dicho emisor de forma directa (sino con un intermediario) se convierte en una especie de “acreedor indirecto” que no sabemos si lo es en virtud de una “obligación contractual” o “extracontractual” con el emisor del título-valor adquirido.

---

<sup>32</sup> Este proceso de ventas puede superponerse varias veces en el mercado secundario, por lo que podemos encontrarnos con un gran cúmulo de intermediarios en una operación financiera del carácter OPV. Por ejemplo, un emisor emite un bono de deuda que lo adquiere un bróker (primer intermediario), que lo vende a una entidad financiera (segundo intermediario), que lo revende a otro banco (tercer intermediario), y que finalmente acaba en posesión de un cliente particular de este último (inversor final).

### 2.1.5 Relaciones entre los sujetos: Materia Contractual y Extracontractual

Así, en el contexto de una OPV se generarán diversas relaciones de diferente naturaleza entre los sujetos intervinientes. A su vez, y como se profundizará, estas relaciones podrán ser calificadas como relaciones de “materia contractual” y “materia extracontractual” (conceptos autónomos del Derecho europeo), siendo esta clasificación vital para la determinación tanto de la competencia judicial internacional como de la ley aplicable:

- 1) *Emisor-Intermediario: materia contractual en el mercado primario.* Una OPV se iniciará siempre por medio de un contrato de adquisición del título-valor ofertado entre estos dos sujetos (emisor e intermediario). La naturaleza contractual de esta relación no plantea, por lo tanto, grandes dudas.
- 2) *Intermediario-Intermediario: materia contractual en el mercado secundario.* Esta relación no siempre se produce en una OPV, pero ciertamente en el mercado secundario, antes de que un título-valor llegue a estar en manos de un inversor final, pueden encadenarse sucesivos contratos entre diversos intermediarios.
- 3) *Intermediario-Inversor: materia contractual en el mercado secundario.* Tras haberse concluido los anteriores contratos, se pondrá fin a una operación de OPV por medio de la adquisición del título-valor por el inversor final, negocio materializado por medio de un contrato celebrado entre éste y el intermediario.
- 4) *Emisor-Inversor: relevancia, pero indeterminación jurídica.* Como hemos visto, es el inversor quien posee en último término el título-valor ofertado en una OPV, asumiendo finalmente las consecuencias de la inversión. A su vez, es el emisor quien responde del título-valor, las obligaciones derivadas del mismo y, en lo relevante para este estudio, del contenido del folleto asociado a su OPV.

De esta forma, resulta claro que será esta “relación” entre emisor e inversor final la que será de relevancia a la hora de resolver las posibles responsabilidades derivadas de un “folleto defectuoso” (al ser el inversor final el principal afectado por la falsedad del folleto, y el emisor el responsable del posible daño causado). Sin embargo, como podemos observar, no existe un contrato celebrado directamente entre estos dos sujetos (sino entre ellos y diversos intermediarios), por lo que aquí no es posible determinar *prima facie* con exactitud si la relación emisor-inversor será “materia contractual” o “materia extracontractual”.

La comprensión de esta cuestión será fundamental para el abordaje de nuestro objeto de estudio internacional privatista, no estando exenta de controversia:

- Por un lado, se ubica una perspectiva estricta de las relaciones jurídicas dentro de la OPV, de forma que no podría entenderse como una relación jurídica de carácter contractual una mera relación indirecta entre sujetos en un contexto de sucesión contractual como es una OPV.
- Por otro, estarían quienes abogan por una perspectiva economicista de la OPV, observando un “negocio jurídico complejo” en el que existe “materia contractual” entre emisor e inversor final (aunque no exista contrato directo entre ellos, sino con los intermediarios)<sup>33</sup>

De esta forma, a lo largo del presente proyecto de investigación nos centraremos en la determinación de la competencia judicial internacional y la ley aplicable en la relación emisor-inversor, habida cuenta de que ésta será la relevante en los supuestos de reclamación de responsabilidades derivadas de “folleto defectuoso” en las OPV transfronterizas, esto es, en nuestro objeto de estudio propiamente dicho<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ / F.J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ (dir.), *Ley aplicable...*, op. cit., p. 63-68

<sup>34</sup> En cualquier caso, parece interesante una mención rápida a la calificación jurídica que podemos dar a las relaciones contractuales mantenidas en el mercado primario y secundario, fundamentalmente entre emisor-intermediario, e intermediario-inversor, respectivamente:

1) *Contrato Emisor-Intermediario*: A la hora de calificar ante qué tipo de contrato nos encontramos en el marco europeo a los efectos de “Roma I”, parece bastante probable que a estos contratos les sea aplicable (a falta de elección de ley aplicable entre las partes) el art. 4.1.h “Roma I” cuando la OPV sea emitida en un “Mercado Regulado” (art. 4.1.21 MiFID II), por lo que deducimos que estos contratos serán regulados conforme al “*Derecho público del Estado miembro de origen del mercado regulado*” (por remisión del art. 4.1.h y 23 del Reglamento 593/2008 al art. 44.4 Dir. 2014/65).

Una situación diferente sería si dicha OPV se emitiese, en vez de por un mercado regulado (como es una bolsa de valores), por otra vía de negociación entre emisores e intermediarios (como son los mercados OTC - “over the counter”-). En esta ocasión, sin embargo, el emisor no estará obligado a unir a su emisión un folleto informativo (conforme al Reglamento 2017/1129), por lo que no resulta útil un desarrollo de la cuestión en este estudio (que tiene como objeto dicho folleto).

En cualquier caso, debemos recordar que el carácter de estos contratos aún está por concretar al no haber jurisprudencia consolidada del TJUE a estos efectos.

2) *Contrato Intermediario-Inversor final*: El carácter de este contrato conforme a “Roma I” tampoco está claro, sumándose la complejidad de que en estos casos no nos encontramos ante contratos celebrados en el seno de un “mercado regulado” (como ocurría en el mercado primario), ya que normalmente los inversores, que no tienen acceso a dichos mercados, acudirán a contratar con el intermediario la compra de valores negociables en los que desean invertir. De esta forma podríamos entender estas figuras convencionales de diversas maneras:

-En primer lugar, podríamos entenderlos como “contratos de prestación de servicios”, de forma que le sería aplicable el punto de conexión del art. 4.1.b “Roma I” (a falta de acuerdo expreso entre inversor e intermediario). De esta forma, este contrato se regularía por “*la ley del país donde el prestador del servicio [intermediario] tenga su residencia habitual*” (art. 4.1.b “Roma I”).

-No obstante, otras interpretaciones podrían ser posibles, debiendo ser de aplicación, presumiblemente, el punto de conexión incluido en el art. 4.2 “Roma I” (aunque lo cierto es que de la lectura de la jurisprudencia europea parece claro que estos constituyen “contratos para la prestación de servicios de inversión a clientes”, regulados de hecho en MiFID I y II).

## **2.2 “Competencia Judicial Internacional” en los casos de Responsabilidad derivada del Folleto en una OPV Transfronteriza**

Nos situamos ahora en el análisis de la determinación de la competencia judicial internacional en los casos de reclamación del inversor final al emisor de una OPV por las responsabilidades derivadas de un folleto defectuoso.

Para responder a la cuestión qué tribunales son competentes, abordaremos en primer lugar el marco normativo existente, viendo a continuación la jurisprudencia que se ha desarrollado en la materia y cómo ésta ha pulido las cuestiones que dicho marco normativo habría dejado abiertas ante las especificidades de nuestros supuestos de hecho, para finalizar con las conclusiones obtenidas.

### **2.2.1 Marco Normativo**

#### **2.2.1.1 ¿Qué norma es aplicable?**

Esta será la primera problemática a resolver, siendo esencial observar si en estos casos resulta de aplicación el reglamento “Bruselas I bis”<sup>35</sup>.

Materialmente, el ámbito de aplicación de esta norma abarca los supuestos de “materia civil y mercantil” (art. 1.1 “Bruselas I bis”), ajustándose esto a nuestros supuestos de hecho (habida cuenta de la interpretación jurisprudencial de este concepto autónomo). No obstante, a continuación (art. 1.2 “Bruselas I bis”), se establecen diversas excepciones al mencionado ámbito de aplicación material (arbitraje, estado y capacidad de personas físicas, alimentos...), pero ciertamente ninguna se ajusta a nuestros supuestos de hecho.

Temporalmente, Bruselas I bis es aplicable a las demandas interpuestas después del 10 de enero de 2015 a este respecto por OPV secundadas con “folleto defectuoso” (art. 81 “Bruselas I bis”)<sup>36</sup>, aunque de facto las mismas normas son de aplicación para OPV anteriores (ya estaban recogidas en el anterior reglamento “Bruselas I”<sup>37</sup>).

---

<sup>35</sup> Reglamento (UE) 1215/2012, 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, pp. 1-32)

<sup>36</sup> Cuestión incidental interesante sería concretar a partir de qué momento debemos entender que se “realiza una OPV”, ya que, como hemos visto, estos procesos pasan por diferentes momentos (primero se elabora el Folleto y se envía a la CNMV, luego ésta la aprueba, tras ello se publica el folleto, se emiten propiamente los valores de la OPV al mercado...). Concretar cuál de estos puntos es relevante aquí no se ha resuelto aún.

<sup>37</sup> Reglamento (CE) nº 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil (DOUE L 12, de 16 de enero de 2001, pp. 1-23)

En cuanto al ámbito territorial, nos basamos en procesos iniciados en tribunales de algún Estado Miembro de la UE. Finalmente en el ámbito personal estaremos ante casos en los que el demandado (aquí el emisor del folleto) tiene domicilio en un Estado Miembro, cuya determinación en un contexto globalizado como el financiero a veces es compleja<sup>38</sup>.

Así pues, en el presente estudio será de aplicación el reglamento “Bruselas I bis”

### 2.2.1.2 Foros de Competencia

Una vez confirmada la norma aplicable, debemos observar cuáles son los foros de competencia recogidos para nuestros supuestos de hecho, encontrando:

- Foro elegido por las partes: Se da libertad a las partes para acordar el foro de competencia judicial al que desean someterse (arts. 25 y 26 “Bruselas I bis”). Este foro prevalecerá sobre el resto, pero será esencial determinar hasta qué punto en una OPV, donde no hay comunicación directa alguna entre el demandado (el responsable del folleto) y el demandante (el inversor final), puede haber lugar a este foro (dado que cada parte se comunica con diversos intermediarios).
- Primer foro alternativo: el domicilio del demandado. De no existir un acuerdo mutuo, el demandante podrá optar por interponer su demanda ante los tribunales del Estado Miembro en que está domiciliado el demandado (art. 4 Bruselas I bis), que aquí sería el responsable del folleto. Sin embargo, de facto este foro apenas es alegado por los inversores afectados por folletos falseados.
- Segundo foro alternativo: ¿prestación de servicios, materia contractual, o materia delictual? De no existir acuerdo mutuo entre las partes, ni de querer el inversor acudir a los tribunales del domicilio del demandado, éste podrá optar por uno de los foros del art. 7 “Bruselas I bis”, orientados a permitir al demandante acudir a

---

Es esencial en lo que queda de proyecto enfatizar que los casos judiciales que se van a estudiar bajo esta temática son anteriores a 2015 (aun emitiéndose sentencia posterior), por lo que son de aplicación el articulado del reglamento “Bruselas I” (en lugar del ahora aplicable Reglamento “Bruselas I bis”). No obstante, las interpretaciones judiciales enarboladas para dichos supuestos son extrapolables al actual marco normativo, dada (1) la semejante literalidad entre ambas normas (en lo aquí relevante, solo hay cambios de numeración y no de contenido), así como (2) la Jurisprudencia del TJUE favorable al mantenimiento de interpretaciones dadas a anteriores instrumentos legales equivalentes (Caso *Kolassa*).

<sup>38</sup> En casos de este estilo el Inversor final normalmente se dirigirá contra el Emisor u Oferente de la OPV (quien elabora el Folleto de Información fraudulento y quien es, como hemos visto, el responsable del mismo; pero con quien el Inversor no tiene relación contractual directa, al tenerla con un Intermediario). De esta forma, en un mercado financiero globalizado, podemos encontrar OPV y Folletos realizados fuera de la UE, pero que han sido vendidas a inversores por Intermediarios en la UE... ¿Podría extenderse aquí el concepto de “Demandado” para lograr la aplicación del Reglamento Bruselas I bis?.

los tribunales del lugar en el que “se debe prestar el servicio” (art. 7.1.b; en caso de considerar estos supuestos como una “Prestación de Servicios”); o del lugar en el que “se debe cumplir la obligación que sirve de base a la demanda” (art. 7.1.a; si no consideramos que hay una prestación de servicios, sino otro tipo de “relación contractual”); o del lugar “donde se haya producido el hecho dañoso” (art. 7.2, si no existiera “materia contractual” entre las partes).

De esta forma, vemos aquí dos problemáticas trascendentales:

- Debemos concretar cuál es la relación real entre el demandado (el responsable del folleto) y el demandante (el inversor final) en una OPV
- A su vez, debemos concretar cuál será el lugar de prestación del servicio, cumplimiento de la obligación, o surgimiento del hecho dañoso (según proceda), cuestión tampoco simple en estos casos.
- ¿Podemos aplicar algún foro especial? Como vemos, los foros anteriormente mencionados corresponden al marco común de foros recogido en Bruselas I bis. No obstante, esta normativa incluye foros especiales para materias determinadas, no siendo este el caso de las responsabilidades derivadas de folleto en una OPV. ¿Podría aplicarse, no obstante, algún foro especial en estos casos? Esta ha sido una de las cuestiones que observaremos en el desarrollo jurisprudencial (sobre todo, en torno a la posible asimilación de “pequeños inversores” con la figura de “consumidor”, con foro especial en la sección 4 del reglamento Bruselas I bis).

### **2.2.2 Desarrollo Jurisprudencial: Supuestos de Hecho y Problemáticas**

Es importante enfatizar que no nos encontramos ante meros problemas teórico-jurídicos, sino que las problemáticas que enfrentan los Juristas ante estos casos son reales. Así, debemos destacar las recientes sentencias relativas a la competencia judicial internacional sobre Responsabilidad derivada de Folleto en una OPV Transfronteriza: el “Caso Kolassa” (STJUE de 28 de enero de 2015, As. C-375/13,) y el “Caso Profit” (STJUE de 20 de abril de 2016, As. C-366/13), así como el “Caso Löber” aún en trámite (numerado como As. C-304/17, iniciado por Recurso interpuesto el 24 de mayo de 2017).

### 2.2.2.1 Caso *Kolassa* (STJUE de 28 de enero de 2015, As. C-375/13)

Sentencia del TJUE emitida a raíz de una Cuestión Prejudicial del Tribunal de Comercio de Viena (Handelsgericht Wien), respecto a un caso en el que se enfrentan el inversor “Harald Kolassa” con domicilio en Viena (demandante) y la entidad “Barklays Bank” con domicilio en Londres (demandada). El Supuesto de Hecho del caso es el siguiente:

- 1) Con fecha 20 de diciembre de 2005 la entidad inglesa “Barklays Bank” publica, conforme a los requisitos de aprobación previa, el folleto que acompaña a la emisión de ciertos títulos-valores derivados (cuyo valor depende de una cartera de índices de referencia), siendo los mismos al portador. Tras ello, la OPV (en forma de OPS) se mantendría abierta hasta el 24 de febrero de 2006, emitiéndose finalmente dichos derivados el 31 de marzo de 2006.
- 2) Dichos títulos-valores y su Folleto fueron adquiridos por la entidad “DAB Bank AG”, con domicilio social en Múnich (Alemania). Tras ello, este título-valor será comprado a este banco alemán por la entidad “Direktanlage.at”, con domicilio social en Viena (Austria), quedando el título-valor depositado finalmente aquí.
- 3) Esta última operación de compra, realizada por “Direktlance.at”, fue realizada por orden del inversor “Harald Kolassa”, quien acaba adquiriendo dicho valor de “Barklays Bank” cuyo folleto, si bien emitido en Reino Unido, también fue difundido en Austria. El valor de la operación fue de unos 68.000 euros.
- 4) Finalmente, los índices de referencia de este título-valor se desploman, con lo que el valor de este producto derivado acaba siendo prácticamente de 0 euros.

Ante esta situación, el inversor “Harold Kolassa” interpone demanda en el Tribunal de Comercio de Viena reclamando indemnización por daños y perjuicios (cuestionando las condiciones del empréstito, el cumplimiento de las obligaciones de información y control debido, así como las responsabilidades derivadas del folleto) del emisor “Barklays Bank” con valor de 73.700 euros, alegando que “si el comportamiento de dicho banco hubiera sido conforme a Derecho, él no habría efectuado la inversión” (Caso *Kolassa*, ap. 16)

En respuesta, la demandada “Barklays Bank” se opuso a la acción del señor Kolassa alegando la falta de competencia de los tribunales austríacos conforme al marco normativo europeo (en aquel entonces “Bruselas I”, hoy en día “Bruselas I bis”).

Finalmente, el Tribunal de Comercio de Austria decide plantear una Cuestión Prejudicial ante el TJUE para que dictamine sobre la interpretación a dar de los siguientes fueros:

- 1) *¿Nos encontramos ante un contrato celebrado por un consumidor?* De entenderse así, podría justificarse que el “consumidor” (el señor Kolassa) interpusiera demanda en su domicilio, Viena (art. 18 “Bruselas I bis”)
- 2) De no ser así, *¿Nos encontramos ante una demanda propia de “materia contractual”?* *¿Cuál sería el lugar de cumplimiento de la obligación que sirve de base a la demanda?* De entender que el objeto de la demanda del señor Kolassa es “materia contractual”, y que el lugar de cumplimiento de la obligación que da base a la demanda es Viena, podrá juzgarse el caso allí (art. 7.1.a “Bruselas I bis”).
- 3) De tampoco ser así, *¿nos encontramos ante una “materia delictual o cuasidelictual”?* *¿Cuál es el lugar donde se produce el hecho dañoso?* De esta forma, el tribunal vienés tendrá competencia sólo si entendemos que las responsabilidades derivadas por el folleto suponen “materia delictual” y que el lugar donde se produce el hecho dañoso es Viena (art. 7.2 “Bruselas I bis”)

#### **2.2.2.2 Caso Profit (STJUE de 20 de abril de 2016, As. C-366/13)**

Sentencia emitida por el TJUE a raíz de una cuestión prejudicial del Tribunal de Casación de Italia (Corte Suprema di Cassazione) en el contexto de un conflicto entre la empresa inversora -en fase de liquidación- “Profit Investment SIM SpA” con domicilio social en Italia (demandante); y diversas personas físicas y jurídicas (inglesas, italianas, alemanas...) (parte demandada). Los hechos son los siguientes:

- 1) El banco alemán “Commerzbank” emite en la Bolsa de Irlanda en septiembre de 2004 una OPV de valores derivados (valor de referencia: bonos de deuda de “E3 SA”), acompañando dicha emisión del debido “folleto informativo” (aprobado por la autoridad competente irlandesa), en el que se incluyó una “cláusula atributiva de la competencia” a favor de los tribunales del Reino Unido.
- 2) El 27 de octubre de 2004, la entidad financiera “Redi & Partners Ltd”, con domicilio social en Reino Unido, adquiere todos estos productos derivados.
- 3) Ese mismo día, la entidad italiana “Profit Investment SIM SpA” (filial de la entidad “Profit Holding SpA”, también italiana) compra gran parte de estos títulos-valores derivados por valor de 1,1 millón de euros (por orden de su matriz).
- 4) En 2006 los bonos de “E3 SA”, que son referencia de los derivados adquiridos, incumplen sus obligaciones de pago, con lo que los productos derivados emitidos por “Commerzbank” pierden, a su vez, todo su valor. Ante esta caída, la entidad “Profit Investment SIM SpA” entra en fase de liquidación.

Tras ello, la perjudicada interpondrá demanda contra la alemana “Commerzbank”, la entidad “E3 SA”, e incluso contra su sociedad matriz “Profit Holding”, así como contra diversas personas físicas socias de “Profit Holding” y “E3 SA”, reclamando tanto (1) la nulidad de la compra de los derivados adquiridos en 2004 por “desequilibrio contractual, insuficiencia o inexistencia de causa”, así como (2) indemnización por daños y perjuicios a su sociedad matriz “Profit Holding”, responsable de la desastrosa operación financiera.

Ante dicha demanda, el banco emisor “Commerzbank” (alemán y responsable del folleto recurrido) alegará falta de competencia del Tribunal de Casación Italiano para juzgar este caso, dada la inclusión en su folleto de una cláusula atributiva de la competencia a favor de los tribunales británicos, alegando que el inversor aceptó la misma al estar publicada (en la web de la Bolsa de Dublín) cuando compró dichos valores derivados.

Así, el tribunal italiano realiza las siguientes preguntas relevantes al TJUE:

- 1) *¿Es oponible frente al inversor final una cláusula de asignación de la competencia recogida por escrito en el folleto, considerando que estamos ante un acuerdo escrito mutuo de prórroga de la competencia?* De entenderse así, el foro de la competencia exclusivo del art. 25.1.a) “Bruselas I bis” es de aplicación, no pudiendo juzgar el caso los tribunales italianos.
- 2) De no ser así, *¿Es oponible frente al inversor final dicha cláusula, considerando que su utilización consiste en un “uso comercial internacional que las partes conocen”?* De entenderse así, el foro de competencia exclusivo del art. 25.1.c) “Bruselas I bis” sería de aplicación, no pudiendo juzgar el caso la Corte Italiana.
- 3) De no darse ninguno de los dos anteriores supuestos, *¿La solicitud de nulidad de una compra de acciones es entendible como “materia contractual”, o dicho concepto sólo abarca reclamaciones de responsabilidades y relaciones jurídicas derivadas de un contrato?* De entenderse que este es el caso, esta demanda podría considerarse como “relación contractual”, aplicándose el foro del art. 7.1.a “Bruselas I bis” (de no ser así, entraría en juego el foro marginal de materia delictual o cuasidelictual del art. 7.2 “Bruselas I bis”).

### **2.2.2.3 Caso *Löber* (Petición de decisión prejudicial de 24 de mayo de 2017, As. C-304/17)**

En esta ocasión, al igual que en el caso “Kolassa”, nos encontramos ante un caso judicial (aún en proceso de resolución) en los tribunales de Austria (ahora en la Corte Suprema

de Austria, “Obersten Gerichtshofs”) en el que se enfrenta la inversora austriaca Helga Löber (demandante) frente a la entidad británica “Barklays Bank” (demandada).

En este caso se buscará delimitar cuál es el “lugar del hecho dañoso” en los casos de responsabilidades derivadas del folleto a efectos del foro en materia delictual o cuasidelictual (art. 7.2 “Bruselas I bis”), cuestión aún pendiente.

### **2.2.3 Desarrollo jurisprudencial: resolución de cuestiones controvertidas**

Finalmente, visto el marco normativo aplicable y los supuestos de hecho a los que ha debido dar respuesta el Tribunal de la Unión Europea, llegará la hora de ver con qué herramientas contamos, como juristas, a la hora de amoldar esta regulación a casos de elevada complejidad y particularidad técnico-jurídica como son los nuestros, buscando dar respuesta a la pregunta *¿Qué tribunales son competentes para juzgar un caso de reclamación de Responsabilidades derivadas de un Folleto en una OPV Transfronteriza?*

#### **2.2.3.1 ¿Puede la figura del “pequeño inversor” entenderse como un “consumidor”?**

La cuestión es, realmente, si pueden ser de aplicación a estos casos los foros especiales recogidos por el Reglamento “Bruselas I bis” para los “contratos celebrados por consumidores”, en lugar de aplicarse el conjunto de los foros comunes para relaciones civiles de cualquier clase. La cuestión no está exenta de implicaciones en la práctica, pues supondría de facto otorgar el derecho a cualquier “pequeño” inversor de interponer demanda frente al emisor u oferente de la OPV en los tribunales de su propio domicilio (art. 17.1.c “Bruselas I bis”).

De esta forma, *prima facie* podría parecer adecuada una interpretación aproximativa del concepto de “pequeños inversores” a la de consumidores, con el fin de garantizar la protección de derechos de las partes más débiles y desprotegidas en el Mercado Financiero<sup>39</sup>. No obstante, el concepto de “consumidor” es un “concepto autónomo” (“Caso *Kolassa*”, ap. 22), de forma que será el propio TJUE quien, siguiendo su propia línea interpretativa, podrá observar si dentro de esa concepción autónoma de “consumidor” encaja o no la de “pequeño inversor”.

---

<sup>39</sup> Como ya se ha mencionado en este proyecto, a partir del “Caso *Bankia*” (STS 92/2016) el Tribunal Supremo de España elabora una interpretación muy laxa de los requisitos a cumplir en un “Error en el Consentimiento” para declarar Nula una compra de valores con Folleto falseado

De esta forma, el TJUE abordará esta cuestión en el “Caso *Kolassa*”, partiendo de los tres requisitos que deben darse para que sea de aplicación el foro especial de consumidores (Jurisprudencia elaborada en la Sentencia “*Česká Spořitelna*”; Caso *Kolassa*, ap. 23):

- 1) Una de las partes contractuales tiene la consideración de “consumidor” que actúa fuera de su ámbito profesional<sup>40</sup>;
- 2) Debe existir contrato entre las partes consideradas “profesional” y “consumidor” (cuidado, porque no hablamos de que exista una mera relación de “materia contractual” aquí, sino que se exige la existencia de un auténtico contrato);
- 3) Dicho contrato celebrado debe de circunscribirse en una de las categorías especificadas en el art. 17 Bruselas I bis.

Ante esta situación, el TJUE rechazará la aplicación de este foro especial, no por no considerar al señor *Kolassa* como un consumidor (cuestión prácticamente obviada), sino por entender que no existe en estos casos un contrato celebrado entre el inversor final y el emisor inicial. En estos casos, argumenta el TJUE, nos encontramos ante un foro excepcional dentro de la estructura del Reglamento Bruselas I bis, debiendo el mismo ser interpretado de forma restrictiva (Caso *Kolassa*, ap. 28), no siendo de recibo por lo tanto una interpretación economicista de los diversos contratos celebrados en el contexto de una OPV para asimilarlos a un único contrato a estos efectos (Caso *Kolassa*, ap. 27).

Esta interpretación cierra la puerta a que los inversores, sean del tipo que sean, puedan emplear el foro de la competencia de consumidores para demandar a los responsables de folletos falseados ante los tribunales de su domicilio, al entenderse que en ningún caso puede interpretarse que existe un contrato entre ambas partes. Esto provocaría, por ejemplo, que los afectados por el “Caso *Bankia*” no hubiesen podido acudir a los tribunales españoles si las preferentes vendidas hubiesen sido emitidas por un banco extranjero (al menos, no en virtud del foro especial de protección a consumidores).

### **2.2.3.2 ¿Puede una “cláusula de atribución de la competencia” incluida en el folleto entenderse como un “acuerdo escrito mutuo” de prórroga de la competencia?**

A menudo el emisor incluye en los folletos publicados cláusulas de atribución de la competencia en torno a las posibles responsabilidades derivadas de dicho documento. Sin

---

<sup>40</sup> En estos casos para concebir que alguien, cuando invierte, está actuando “fuera de su ámbito profesional”. ¿Cualquier persona que no sea bróker o sea profesional en el sector de las finanzas debe concebirse como “pequeño inversor”, o deberíamos ser más estrictos? Esta cuestión será abordada más adelante

embargo, en muchas ocasiones dicha cláusula no es transcrita en el contrato celebrado *a posteriori* entre el intermediario y el inversor, de forma que su aplicación es cuestionada al no estar claro si existe realmente acuerdo de voluntades entre emisor e inversor.

Ante esta disyuntiva el TJUE mantendrá, desde una interpretación muy creativa derivada del Derecho marítimo, una postura algo ambivalente dejando en manos del Derecho nacional aplicable la resolución de la cuestión, abriendo la posibilidad de que una cláusula de asignación en la competencia incluida en el folleto pero no transcrita expresamente en el contrato final celebrado entre intermediario e inversor, sí sea aplicable a este último. Esta postura está fundamentada por el TJUE al entender que una OPV es asimilable a la figura del “contrato de conocimiento de embarque” del Derecho marítimo, es decir, un “*instrumento del comercio internacional destinado a regir una relación que implica al menos a tres personas*” (Caso *Profit*, ap. 33).

Así, el TJUE basará esta posibilidad en el Derecho nacional aplicable, con respecto al cual se determinará si existe subrogación de la parte adquirente en la posición de la oferente en los sucesivos contratos celebrados fruto de una OPV. De ser así, el inversor será sucesor de los deberes contraídos por el intermediario frente al emisor, siéndole así oponible la cláusula de atribución de la competencia incluida en el folleto.

No obstante, reconociendo la singularidad propia del contrato de conocimiento de embarque en el Derecho marítimo, el TJUE establecerá aquí un requisito adicional a la mera subrogación de las partes (aunque será un requisito bastante tibio): la exigencia de que el folleto, en cualquier caso, sea “de fácil acceso” para el inversor (Caso *Profit*, ap. 36).

En resumen, la línea de interpretación asentada por el TJUE ante esta cuestión será:

- 1) Si el contrato final celebrado entre inversor e intermediario contiene (1) una aceptación de una cláusula de atribución de la competencia contenida en el Folleto o (2) una remisión expresa al folleto, entonces se entenderá aplicable la cláusula (acuerdo escrito de prórroga de la competencia -art. 25.1.a Bruselas I bis);
- 2) De no existir dicha aceptación o remisión, puede considerarse también aplicable y oponible frente al inversor la cláusula (Caso *Profit*, ap. 36) cuando:

- a. Esta cláusula “es válida en la relación entre emisor e intermediario”<sup>41</sup>;
- b. Conforme al Derecho nacional aplicable, existe una subrogación del inversor en la posición del intermediario en la celebración de su contrato;
- c. Y, además, queda demostrado que el folleto era de fácil acceso para el inversor final, de forma que éste pudiera haberlo conocido.

Esta solución creativa del TJUE a la cuestión de las cláusulas atributivas de la competencia en los folletos parece responder más bien a una interpretación teleológica de la cuestión, persiguiendo una solución materialmente adecuada. No obstante, en términos formales, esta vía parece plantear diversas problemáticas:

- A resultas de la delegación realizada por el TJUE al Derecho nacional aplicable:
  - Por la indeterminación judicial que supone dejar en manos del tribunal nacional ante el que se interpone el asunto (sin conocer previamente si es competente o no) la determinación de la ley nacional aplicable al caso (cuestión también compleja) para resolver si él mismo es o no competente en virtud de, si conforme a dicho Derecho nacional, puede determinarse que hay Subrogación del inversor en la posición del emisor.
  - Por la diversidad legal existente dentro del mercado único europeo en la cuestión de la sucesión, lo que podría llevar a diferentes soluciones legales de la cuestión y, por lo tanto, al tan temido “forum shopping”.
- A su vez, lo cierto es que no termina de quedar clara la naturaleza jurídica que se da a una OPV en el ámbito europeo. Esta cuestión será abordada posteriormente, pero adelantamos que conforme a esta interpretación parece abrirse ligeramente la puerta a asimilar una OPV con un único negocio jurídico que involucra al menos a tres partes (emisor, intermediario e inversor), de forma que se abre la posibilidad a que cláusulas no incluidas en el contrato intermediario-inversor sean de aplicación bajo ciertas condiciones si se expresaron en el Folleto.

---

<sup>41</sup> El mero empleo del término “válido” al hablar de esta cláusula en la relación (de carácter contractual) emisor-intermediario da lugar a muchas incógnitas, pudiéndose incluso observar si por dicho término el TJUE busca que se compruebe si dicha cláusula es conforme al contenido debido del folleto (regulado por el “Reglamento del Folleto”, como ya se ha explicado en este proyecto), o más bien si dicha cláusula vincula efectivamente al Intermediario sin que se incluya propiamente en el contrato celebrado entre emisor e intermediario para la adquisición del Título-Valor. En cualquier caso, este debate forma parte del debate propio de Derecho civil y mercantil más que de nuestro ámbito de estudio, el DIPriv.

### 2.2.3.3 ¿Puede una “cláusula de atribución de la competencia” incluida en el folleto entenderse como un “uso mercantil internacional conocido por ambas partes”?

En el mismo caso *Profit* se plantea si, de no haber lugar al anterior foro (art. 25.1.a Bruselas I bis), la cláusula podría ser subsidiariamente vinculante para el inversor por considerarse un “uso mercantil internacional conocido por las partes involucradas” (art. 25.1.c). Lo cierto es que la inclusión de estas cláusulas (especialmente a favor de los tribunales ingleses o neoyorquinos, a la vez que en favor del Derecho inglés o estadounidense) es una práctica muy extendida en el mercado financiero internacional<sup>42</sup>.

Así, siguiendo consolidada jurisprudencia, el TJUE da cabida a esta posibilidad, para lo cual, con la voluntad de defender la necesaria correspondencia de voluntades entre las partes, se fijarán ciertos requisitos a comprobar por el juez nacional que tramite el caso:

- 1) Debe existir el contrato de referencia que se inscribe en un sector propio del ámbito del “comercio internacional”. Este requisito parece claro que aquí sí se da.
- 2) Además, debe acreditarse que la inclusión de estas cláusulas supone un “uso” en el sector del mercado financiero internacional. Así, “*el criterio decisivo será el de si los operadores del sector del comercio internacional en el que las partes contratantes ejercen su actividad siguen o no el comportamiento de que se trata de modo general y regular*” (Caso *Profit*, ap. 45), lo que tendrá que ser evaluado conforme a “*la Ley de uno de los Estados Contratantes*” (Caso *Profit*, ap. 43).
- 3) Por último, debe acreditarse que el inversor “conocía efectiva o presuntamente” este “uso” (Caso *Profit*, ap. 48). Para ello, pueden darse dos posibilidades:
  - a. O bien se demuestra que el inversor final y el emisor “*habían entablado con anterioridad relaciones comerciales entre ellas o con otras partes que operaban en el sector considerado*” (Caso *Profit*, ap. 48);
  - b. O bien que la inclusión en los Folletos de estas Cláusulas de atribución de competencia constituye “*un comportamiento [...] seguido de forma general y regular al celebrar esta clase de contratos*” (Caso *Profit*, ap. 48)

De esta forma observamos cómo, en último término, el estudio de la cuestión estaría de nuevo en manos del juez nacional que entienda el asunto en aplicación de una ley nacional, por lo que el riesgo de “forum shopping” sigue, igual que antes, presente.

---

<sup>42</sup> A. L. CALVO CARAVACA / J. CARRASCOSA GONZÁLEZ, *Derecho Internacional Privado, volumen II*, ed. 17, Granada, Comares editorial, 2017, pp. 1142-1143.

#### **2.2.3.4 ¿Puede entenderse la relación entre emisor e inversor final como “materia contractual”? ¿Dónde se ubica el “lugar de cumplimiento de la obligación”?**

Hasta ahora hemos rechazado que una adquisición o suscripción pública de valores realizada por un inversor “débil” sea considerada un contrato celebrado por consumidor (donde se exige la celebración de un contrato entre las partes, cuestión que aquí no se da al no existir contrato formal alguno entre emisor e inversor final), así como hemos visto la posibilidad de que, bajo requisitos determinados, una cláusula de atribución de competencia incluida en el folleto sea vinculante. Ahora bien, si no se produce acuerdo entre las partes: ¿Qué foro es aplicable conforme al Reglamento Bruselas I bis?

Esta cuestión también ha sido abordada por el TJUE, y en esta ocasión tanto en el “Caso *Kolassa*” como en el “Caso *Profit*”. Aquí, de nuevo, debemos observar la naturaleza jurídica con la que entendemos la OPV, ya que, si bien no encontramos un contrato celebrado entre el emisor y el inversor, sí que podríamos cuestionarnos la presencia de una “materia contractual” entre ambos sujetos (perspectiva economicista de una OPV como un único negocio jurídico). A este respecto, baste recordar la autonomía del concepto “materia contractual” del art. 7.1.a Bruselas I bis en la Jurisprudencia europea.

Así, la complejidad del asunto (posible perspectiva formalista frente a la economicista planteada) ha generado diferentes conclusiones por dos Abogados Generales, algo muy singular, lo que ha llevado al TJUE a deber unificar jurisprudencia al respecto:

- 1) Conclusiones AG en “Caso *Kolassa*” (emitidas en septiembre de 2014): El Abogado General en este caso, el Sr. Szpunar, aborda la cuestión por primera vez desde un prisma novedoso, abordando la posibilidad de que la relación entre inversor y emisor (entre los que no existe contrato directo) sí sea calificada de “materia contractual” cuando “*el órgano jurisdiccional remitente declarara que el Sr. Kolassa [inversor] se ha subrogado en la posición del suscriptor inicial [intermediario] al haber adquirido todos los derechos y obligaciones de direktanlage.at AG [intermediario] convirtiéndose, por ello, en parte contratante del contrato celebrado con Barclays Bank [emisor]*” (Conclusiones AG en Caso *Kolassa*, ap. 47). No obstante, esto no será aquí de relevancia, ya que conforme al Derecho austríaco (tribunal remitente de Austria), como se refleja en las conclusiones, no se da una subordinación del inversor en la posición del intermediario, no dándose aquí “materia contractual”.

- 2) Sentencia “Caso *Kolassa*”(emitida en enero de 2015): Así, el TJUE, emite sentencia obviando las consideraciones del Sr. Szpunar sobre la posibilidad de subrogación del inversor en la posición del intermediario, expresando de forma somera que “*se desprende de la presentación sucinta de los hechos realizada por el tribunal remitente*” que “[*el inversor*] *no puede invocar la competencia establecida en esta disposición [art. 7.1.a Reglamento Bruselas I bis] a los fines de la acción interpuesta contra el emisor*” (STJUE en Caso *Kolassa*, ap. 40-41).
- 3) Conclusiones AG en “Caso *Profit*” (emitida en abril de 2015): Tras la sentencia *Kolassa*, el Abogado General Sr. Bot presentará sus conclusiones para el caso *Profit*, en las cuales, al contrario de lo que un año antes estableció el Sr. Szpunar, no contempla la opción de considerar “materia contractual” la relación entre emisor e inversor en una OPV, limitándose a señalar: “*Antes de nada, procede excluir la naturaleza contractual de la acción ejercitada por Profit [inversor] frente a Commerzbank [emisor], ya que al no existir ningún vínculo contractual que las una, la acción de la primera contra la segunda, con independencia del fin que persiga, no puede ser calificada de «contractual»*” (Conclusiones AG en Caso *Kolassa*, ap. 64).
- 4) Sentencia en “Caso *Profit*” (emitida en abril de 2016): Ante esta tautología<sup>43</sup>, el TJUE rescata el criterio expresado por el Abogado General Sr. Szpunar en 2014 en sus conclusiones, rechazando los argumentos del Sr. Bot, y sentenciando que “*corresponderá al tribunal remitente comprobar [...] si Profit [inversor] sucedió a Redi [intermediario] en los derechos y obligaciones ligados a los títulos controvertidos en virtud del Derecho nacional, de modo que existiría entre Profit [inversor] y el Commerzbank [emisor] una relación de naturaleza contractual*” (STJUE en Caso *Profit*, ap. 56), sin mayores requisitos; y dejando el TJUE sin abordar el modo de determinación, en estos casos, del lugar de cumplimiento de la obligación (lugar de acción del foro del art. 7.1.a Bruselas I bis).

Todo este desarrollo jurisprudencial sobre una cuestión compleja no parece resolver, sin embargo, todas las dudas surgidas en torno a la aplicación del foro en “materia contractual” en estos supuestos de acción del inversor contra el emisor por responsabilidades derivadas del Folleto, como podemos observar a continuación:

---

<sup>43</sup> Lo dicho por el Sr. Bot equivale a asumir que la naturaleza de la acción del inversor contra el emisor no es contractual porque el vínculo entre estas partes tampoco es contractual, sin dar más explicaciones.

- Continuando con lo ya dicho, el TJUE no entra en ningún momento a la definición de qué debemos entender por “lugar de cumplimiento de la obligación” cuando es aplicable este foro, siendo esta definición también compleja en estos supuestos.
- A pesar de todo lo dicho, la naturaleza jurídica de la OPV no queda aclarada por completo, ya que en último término se deja en manos de los Estados la determinación, en virtud de su regulación nacional sobre la subrogación de las partes en los sucesivos contratos encadenados en una OPV (*cuestión que desarrollamos en la sección 2.3.2.2 de este proyecto*), de si esta figura financiera supone un único negocio jurídico, o si por el contrario nos encontramos ante una sucesión de diferentes relaciones contractuales. De esta forma:
  - En cierto modo, esta interpretación desvirtúa el carácter autónomo del concepto “materia contractual” a estos efectos, ya que, en último término deja en manos de las interpretaciones de los tribunales nacionales entender si existe o no “materia contractual” entre emisor e inversor en una OPV.
  - A su vez, se mantiene el riesgo de “forum shopping”, pudiendo llevar a los inversores o emisores a elegir una u otra jurisdicción nacional europea en virtud de sus intereses (como también ocurría en la vinculación o no de una cláusula atributiva de competencia incluida en el folleto).

### **2.2.3.5 ¿Puede entenderse una demanda de esta temática como “materia delictual o cuasidelictual”? ¿Dónde se ubica el “lugar de producción del hecho dañoso”?**

Si nos encontramos en un ordenamiento nacional en el que no se produce la subrogación del inversor en la posición del intermediario en la celebración del contrato de compra de valor emitido en OPV, ¿cuál es el foro aplicable conforme al Reglamento Bruselas I bis?

Pues bien, conforme a consolidada jurisprudencia del TJUE, de forma marginal (cuando no nos encontremos en un litigio de “materia contractual”) será de aplicación el foro recogido en el art. 7.2 Bruselas I bis (Caso *Kolassa*, ap. 44), entendiéndose en ese caso que las acciones del inversor contra el emisor sobre responsabilidades derivadas del folleto serán consideradas “materia delictual o cuasidelictual”. Así es, por lo tanto, como debemos entender este foro y concepto autónomo, como una obligación extracontractual.

Ahora bien, si la determinación de la acción del inversor es fácilmente calificable como “materia extracontractual” (bastando un análisis a *sensu contrario* de la calificación del asunto como “materia contractual”), el TJUE se enfrentará a la problemática de cómo

determinar el “lugar en el que se hubiera producido o pudiese producirse el hecho dañoso” (art. 7.2 Bruselas I bis) en estos casos, siendo la cuestión trascendente si realmente puede determinarse que dicho lugar puede ubicarse en un Estado diferente al lugar del domicilio la parte demandada. Esta cuestión será tratada en el “Caso *Kolassa*”, donde se nos recuerda que nos estamos refiriendo a dos localizaciones a la vez (Caso *Kolassa*, ap. 46):

- 1) O bien el “lugar del hecho causal que genera el daño”: El Abogado General Sr. Szpunar en sus Conclusiones defiende que dicho lugar se deberá ubicar en el Estado en el que se publicó el folleto presuntamente generador del daño, independientemente del domicilio social del emisor aquí demandado (Conclusiones AG en Caso *Kolassa*, ap. 64-65). Esta interpretación, no obstante, no aparece recogida en *Profit*, por lo que seguiría abierta la posibilidad a la admisión o no de dicha tesis, ésta derivada de la interpretación del lugar del hecho causal del daño en supuestos de “difamación a través de artículos de prensa” (Conclusiones AG en Caso *Kolassa*, ap. 66).
- 2) O bien el “lugar donde se ha producido el daño”: Aquí el TJUE sí aborda la determinación de esta localización, en concreto en la sentencia emitida en el caso *Profit* (apartándose de la propuesta del Abogado General del caso). De esta forma, y siguiendo una interpretación creativa en la materia, ubicará el lugar donde se produce el daño en el lugar en el que se encuentra la “cuenta bancaria” en la que se produce directamente el daño, o sea, la pérdida patrimonial que da origen al supuesto (Caso *Kolassa*, ap. 55). Esta solución, si bien creativa, deja no obstante numerosos flecos sueltos (reflejados en el caso “*Löber*”, actualmente en tramitación), al no aclararse en qué “cuenta bancaria” exactamente cabe entenderse que se produce el daño patrimonial.

Como podemos observar, la determinación del “lugar en el que se produce el daño” sigue siendo, en estos supuestos, y a día de hoy, una cuestión completamente abierta en el marco jurídico europeo, quedando muchas cuestiones respecto a una nueva línea de interpretación identificando el “lugar de producción del daño” con, básicamente, la “ubicación de la cuenta bancaria afectada” cuando el daño es meramente monetario.

Es debido a ello que en la actualidad encontramos en trámite el “Caso *Löber*”, a cuya resolución deberemos permanecer muy atentos si deseamos acotar realmente qué significa el criterio de “ubicación de la cuenta bancaria afectada” enarbolado por el TJUE.

### 2.3 “Ley aplicable” en los casos de responsabilidad derivada del folleto en una OPV transfronteriza

Tras haber explorado los avances más recientes en torno a la cuestión de la competencia judicial internacional, deberemos dar respuesta a la segunda pregunta esencial ante este tipo de casos: ¿Qué ley debemos aplicar para resolver la controversia?

#### 2.3.1 Marco Normativo: La compleja delimitación de “Roma I” y “Roma II”

Existe una dualidad normativa en el marco europeo, con un Reglamento sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (“Roma I”) y otro sobre la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (“Roma II”). Obviando el ya abarcado carácter contractual de las obligaciones entre emisor-intermediario e intermediario-inversor en una OPV, debemos plantearnos si la responsabilidad que ostenta el emisor con el inversor final (conforme al art. 11 “Reglamento del Folleto”), supone una obligación contractual o extracontractual a estos efectos. Algunas consideraciones sobre la cuestión:

- 1) La diferenciación entre “contractual” y “extracontractual” a efectos de Roma I y Roma II es autónoma del Derecho europeo, siendo definidos los conceptos por la sentencia del TJUE “Caso *ERGO*”, destacándose el “*objetivo de coherencia en la aplicación recíproca de estos reglamentos [Roma I y Roma II], y también del reglamento Bruselas I, que, en particular, distingue, en su artículo 5, entre las materias contractual y delictual o cuasidelictual*” (“Caso *ERGO*”, ap. 43).
- 2) El TJUE, en virtud de lo anterior, optará por la siguiente identificación:
  - a. Las “obligaciones contractuales” son entendidas como las derivadas de una obligación jurídica libremente consentida por una persona respecto a otra (“Caso *ERGO*”, ap. 44).
  - b. Las “obligaciones extracontractuales” serán pues las obligaciones derivadas de un “daño” tal y como éste es definido en el art. 2 del Reglamento Roma II, aplicándose éste a todas las consecuencias resultantes de un hecho dañoso, el enriquecimiento injusto, la gestión de negocios o la «culpa in contrahendo». (“Caso *ERGO*”, ap. 45).
- 3) A la hora de determinar si la obligación contraída entre emisor e inversor es considerada como “obligación material”, deberemos comprobar si entendemos que la relación entre ambos es “materia contractual”. Esta cuestión, conforme a la

jurisprudencia elaborada en el “Caso *Profit*”, puede tener dos soluciones (en virtud de cómo entendamos las relaciones entre las partes en una OPV):

- a. Si entendemos que el inversor (acreedor indirecto) sucedió al intermediario (acreedor directo) en sus derechos y deberes con el emisor (deudor) por el contrato celebrado entre ambos acreedores (inversor e intermediario), consideramos que la obligación del emisor con el inversor es “contractual”, siendo aplicables los puntos de conexión de “Roma I”.
- b. Si entendemos que el inversor (acreedor indirecto) no sucedió al intermediario (acreedor directo) en sus derechos y deberes con el emisor (deudor) por el contrato celebrado entre ambos acreedores (inversor e intermediario), consideramos que la obligación del emisor con el inversor es “extracontractual”, aplicándose los puntos de conexión de “Roma II”.

4) La hipotética subrogación del inversor en la posición del intermediario aquí contemplada tiene como base la relación contractual que mantienen ambos acreedores entre sí, por lo que para determinar si hay subrogación o no del inversor en la posición del intermediario será de aplicación la ley nacional conforme a los criterios de “Roma I”<sup>44</sup>. En este supuesto, dicha hipotética subrogación se produciría en virtud una “cesión de créditos” entre los dos acreedores

---

<sup>44</sup> Dos cuestiones esenciales deben ser tenidas aquí en cuenta:

- 1) El hecho de que apliquemos los puntos de conexión del “Roma I” para determinar si existe o no subrogación del inversor en la posición del intermediario no supone que finalmente, para determinar la ley aplicable a la relación entre el inversor y el emisor, sea aplicable “Roma I”. De hecho, si en virtud de la ley aplicable conforme a “Roma I” no existe subrogación del inversor en la posición del intermediario, será aplicable “Roma II”.
- 2) El hecho de que apliquemos “Roma I” para determinar si hay o no subrogación del inversor en la posición del intermediario se debe a que la posible subrogación en sí misma proviene de la relación contractual que mantienen el inversor y el intermediario. Si dicha subrogación se diera (o no) en virtud de una obligación extracontractual entre ambos, sería de aplicación “Roma II”.

Esta interpretación, en apariencia compleja, es la misma empleada por el TJUE en el “Caso *ERGO*”, en el cual se buscaba resolver conforme a qué Ley nacional debía resolverse si una empresa aseguradora (lituana) se subroga en la posición de la víctima indemnizada (alemana) al no unir a ambas ninguna relación directa (ni contractual ni extracontractual; situación similar a la que se da entre un emisor y un inversor en una OPV). El TJUE, en dicha ocasión, acaba resolviendo que la hipotética subrogación sería originada, en cualquier caso, en virtud de la obligación que ostenta su asegurado (causante del daño) con la víctima indemnizada (actuando la empresa aseguradora -cuya subrogación se cuestiona- como tercero en dicha relación), siendo la misma de carácter extracontractual, debiéndose aplicar para resolver la cuestión de una hipotética subrogación, por lo tanto, el art. 19 de Roma II sobre subrogación (en lugar del art. 15 de Roma I -que, de facto, regula la ley aplicable a la subrogación en los mismos términos-). (Véase STJUE en “Caso *ERGO*”, ap. 49-57).

(intermediario e inversor) respecto a un deudor común<sup>45</sup>. Dicha cuestión se regulará en el art. 14 de “Roma I”. Así, conforme al art. 14.2 del mismo, se establece que “*La ley que rija el crédito objeto de cesión o subrogación determinará [...] las relaciones entre el cesionario o subrogado y el deudor*”.

De lo expuesto, deducimos que deberemos acudir a la ley aplicable conforme al art. 14 “Roma I” para determinar si del contrato celebrado entre inversor e intermediario se puede deducir una “cesión de crédito” entre ambos, de forma que podamos determinar si entre inversor y emisor hubo o no una relación de naturaleza contractual y, por ende, si las obligaciones que les unen son “contractuales” (Roma I) o “extracontractuales” (Roma II).

Por lo tanto, alcanzamos la conclusión de que la ley aplicable a una reclamación de responsabilidad derivada del folleto en una OPV transnacional por parte de un inversor contra el emisor (autor y responsable de dicho folleto) se determinará conforme a las reglas de ley aplicable contenidas en “Roma I” siempre que en virtud del artículo 14 de “Roma I” exista una subrogación del inversor en la posición del intermediario que adquirió el título de crédito controvertido en el MP. De no ser este el caso, determinaremos conforme a “Roma II” la ley aplicable a la reclamación del inversor contra el emisor<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup> Vemos que en Roma I se regulan dos vías de subrogación:

- 1) *Subrogación legal: un tercero se subroga en la posición del acreedor al satisfacer las obligaciones que el deudor tenía con este.* Esta es la figura dada en “*ERGO Insurance*” ya que una empresa aseguradora (tercero) quedaba -hipotéticamente- subrogada en la posición de la víctima (acreedora) al satisfacer las obligaciones que tenía el causante del daño (el asegurado de dicha empresa, deudor) mediante el pago de las indemnizaciones debidas. Este, sin embargo, no es nuestro supuesto de hecho, ya que aquí el inversor (tercero) no queda, hipotéticamente, subrogado en la posición del intermediario (acreedor) al satisfacer las obligaciones contraídas por el emisor (deudor), sino que la -hipotética- subrogación se produce por el acuerdo del inversor (tercero) con el intermediario (acreedor) mediante el contrato celebrado entre ambos.
- 2) *Subrogación convencional o “cesión de créditos”:* un tercero se subroga en la posición del acreedor al acordar con este dicha subrogación. Este será, efectivamente, el tipo de subrogación aplicable a nuestros supuestos de hecho. En ellos, el tercero (inversor), ajeno inicialmente a la obligación mantenida entre acreedor (intermediario) y deudor (emisor), acaba subrogándose en la posición del acreedor (intermediario) mediante un acuerdo obtenido con él (que sería aquí el contrato de adquisición del título-valor celebrado entre el inversor y el intermediario).

<sup>46</sup> Seguiríamos aquí la línea ya reflejada por el TJUE en el mencionado “Caso *ERGO*” ante la cuestión de la subrogación entre aseguradora y víctima (véase “Caso *ERGO*” ap. 64 y segundo párrafo del fallo). En cualquier caso, vemos en la complejidad de determinar si es aplicable “Roma I” o “Roma II” en estos casos, una de las negativas consecuencias más evidentes (a nuestro parecer) de la indefinición derivada del “Caso

### 2.3.2 Ley aplicable: Puntos de Conexión en Roma I y Roma II

#### 2.3.2.1 Cuestión previa para saber si nos regimos por los criterios del “Roma I” o “Roma II”: ¿cuál es la ley aplicable al crédito objeto de cesión (art. 14.2 “Roma I”)?

En la anterior sección observamos que determinar si nos encontramos ante obligaciones de carácter contractual o extracontractual (y, por lo tanto, si estamos dentro del ámbito de aplicación material de Roma I o de Roma II) es una pregunta abierta, dependiente de la “ley aplicable al crédito objeto de cesión” (art. 14.2 “Roma I”). Ahora bien, para continuar con nuestro estudio: ¿Cómo interpretamos esta disposición?

Lo cierto es que el contenido de este art. 14 “Roma I” aún no ha sido interpretado profundamente por el TJUE<sup>47</sup>, si bien podemos deducir que cuando se hace referencia a la “ley aplicable al crédito objeto de cesión” el legislador europeo parece entender la *ley aplicable a las obligaciones contraídas por el deudor con el acreedor cedente y que, efectivamente, son objeto del contrato de cesión que se celebra entre cedente y cesionario a posteriori*. De esta forma, sería aplicable la ley del primer contrato celebrado entre el emisor e intermediario en el mercado primario, siendo la misma:

- 1) Si hay una cláusula de asignación de ley aplicable en el contrato celebrado entre emisor e intermediario en el MP (o en el folleto cuando la misma sea “válida”) se entiende que hay acuerdo entre las partes, siendo de aplicación dicho Derecho nacional acordado (art. 3 Reglamento “Roma I”) [nota: esto respecto a la determinación de la posible cesión de créditos, no a la relación inversor-emisor].

---

*Profit*” en cuanto a considerar “materia contractual” o no la relación entre inversor y emisor en una OPV (dejando en manos del Derecho nacional procedente determinar si hay o no subrogación del inversor en la posición del intermediario).

<sup>47</sup> El art. 14 Reglamento Roma I sólo se menciona de forma incidental en la sentencia del TJUE de 12 de febrero de 2015, *Sähköalojen*, As. C-396/13 (tras una búsqueda adecuada en la base de datos del TJUE:). En dicho asunto nos encontramos ante una cesión de “créditos salariales” debidos por la constructora polaca “ESA” (deudor) a sus 186 trabajadores polacos afincados en Finlandia (acreedores cedentes) en favor del Sindicato finlandés “Sähköalojen” (acreedor cesionario).

Sin embargo, la referencia del tribunal remitente (un tribunal de Finlandia) yerra al mencionar al reglamento Roma I (sobre ley aplicable) cuando realmente, conforme al fallo del TJUE, lo que se cuestiona es la “legitimación activa” que tiene “Sähköalojen” [acreedor cesionario] en un proceso judicial desarrollado en un tribunal finlandés (competente conforme a Bruselas I, y cuyo proceso se regula por la ley procesal finlandesa -independientemente de que la ley material aplicable finalmente sea otra-) de interponer recurso frente a ESA [deudor], cuando, conforme a la ley aplicable (cuestión que aquí queda fuera del ámbito de Roma I y Roma II, como se ve en la sentencia), la cesión de estos créditos laborales es presuntamente ilegal (Caso *Sähköalojen*, ap. 19-21). Esta opción es rechazada por el TJUE al considerar que “*la normativa recogida en el Código de Trabajo polaco, invocada por ESA [ley aplicable presunta a la relación laboral entre deudor y acreedor cedente] carece de pertinencia por lo que atañe a la legitimación activa [del acreedor cesionario] ante el órgano jurisdiccional remitente*” (Caso *Sähköalojen*, ap. 21).

- 2) Si no hay dicho acuerdo de ley aplicable, será de aplicación “*el Derecho público del Estado miembro de origen del mercado regulado*” (art. 4.1.h “Roma I”, que remite al art. 44.4 “MiFID II”).

### **2.3.2.2 Cuestión incidental: la relevancia de aclarar la ley aplicable a la subrogación como condicionante de la competencia judicial internacional: ¿bajo qué ley nacional decidimos si hay o no subrogación del inversor?**

Como ya se mencionó en secciones anteriores, determinar si el inversor queda subrogado o no en la posición del intermediario será vinculante (además de para determinar la ley aplicable) para concretar cuál será el tribunal nacional competente en estos casos de reclamación de responsabilidades al emisor. De esta forma, y recopilando lo ya dicho:

- 1) Si conforme a la “ley aplicable al crédito objeto de la cesión” (art. 14.2 Reglamento Roma I, por lo dicho en la sección anterior) no se considera que existe subrogación del inversor final en la posición del intermediario (o sea, el contrato entre ambos no es considerado una “cesión de crédito”) existirán dos opciones:
  - a. Si se incluye expresamente una cláusula de asignación de la competencia en el contrato celebrado entre intermediario e inversor en el mercado secundario, estaremos ante una prórroga de la competencia conforme al art. 25 “Bruselas I bis” (no será vinculante para el inversor la cláusula meramente incluida en el folleto o en el contrato celebrado entre emisor e intermediario en el mercado primario);
  - b. Si no existe dicha cláusula en el contrato entre intermediario e inversor (independientemente de lo dicho en el folleto o en el primer contrato entre emisor e intermediario) será de aplicación el foro del art. 7.2 “Bruselas I bis”, al considerarse que entre emisor e inversor sólo puede haber una relación en “materia cuasidelictual” (por no considerarse una relación de naturaleza contractual, conforme a la doctrina resultante del “Caso Profit”).
- 2) Si conforme a la “ley aplicable al crédito objeto de la cesión” (art. 14.2 Roma I, por lo dicho en la sección anterior) sí se considera que existe subrogación del inversor final en la posición del intermediario (o sea, el contrato entre ambos es considerado como una “cesión de crédito”) existirán dos opciones:

- a. Si existe una cláusula de atribución de la competencia en el mismo folleto (no siendo necesario reflejar dicha cláusula en el último contrato celebrado entre intermediario e inversor), entonces se considerará que existe acuerdo entre las partes de prórroga de la competencia, aplicándose el foro del art. 25 “Bruselas I bis”;
- b. Si no existe dicha cláusula, pero sí existe cesión de crédito entre inversor e intermediario, se considerará que hay “materia contractual” entre el emisor y el inversor final (conforme a la doctrina del “Caso *Profit*”), por lo que será de aplicación el foro de competencia judicial internacional del art. 7.1.a “Bruselas I bis”.

### **2.3.2.3 Cuestión principal. Ley aplicable a las responsabilidades del emisor con el inversor por folleto defectuoso en OPV: ¿qué ley es aplicable para resolver el caso?**

Debemos determinar conforme a qué ley nacional se determinarán las posibles responsabilidades (contractuales o extracontractuales) que ostenta el emisor (responsable del folleto y su contenido, como ya sabemos) con el inversor (o inversores) en una OPV transnacional (en la que, presumiblemente, el folleto contiene información defectuosa). Debemos, no obstante, dividir la presente sección en dos interrogantes:

Acuerdo de ley aplicable entre emisor e inversor: ¿Se permite en “Roma I” y “Roma II” acordar la ley aplicable, así como se permitía en “Bruselas I bis” la elección de tribunal?

De la lectura conjunta del art. 23 Bruselas I bis (acuerdo competencia judicial), art. 3 Reglamento Roma I (acuerdo ley aplicable en obligaciones contractuales), y art. 14 Reglamento Roma II (acuerdo ley aplicable en obligaciones extracontractuales) extraemos algunas diferencias destacables:

- 1) En “Bruselas I bis” (art. 23) se permite que la prórroga de la competencia acordada por las partes se realice de forma escrita, conforme a los hábitos de las partes, o incluso en virtud de un uso mercantil internacional;
- 2) En “Roma I” (art. 3) se requiere que el acuerdo sobre la Ley aplicable se exprese “de manera inequívoca”, y en “Roma II” (art. 14) se requerirá además que el inversor final “desarrolle una actividad comercial” (al ser éste un acuerdo de ley aplicable acordado, teóricamente, antes de que se produzca el daño en la figura del inversor).

Estos requisitos adicionales contenidos en “Roma I” y “Roma II” nos hacen dudar de si, finalmente, una cláusula de asignación de ley aplicable contenida en el folleto podrá ser oponible al inversor (independientemente del Caso *Profit* y lo dicho en las cláusulas de prórroga de la competencia). El TJUE a día de hoy no ha dado una respuesta a esta cuestión, aunque, curiosamente, sí la ha dado el Tribunal Supremo. Éste, en el “Caso *Morgan Stanley*”<sup>48</sup> entiende que “*En la orden de compra firmada por el demandante no aparecía esa elección del Derecho inglés [por lo que] no puede entenderse que haya existido una elección expresa de la ley inglesa por parte del demandante al adquirir la Nota estructurada [...] por el hecho de que los documentos en los que se recoge la sumisión a la ley inglesa se encontraran disponibles en la página web de la Bolsa de Luxemburgo o en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*”.

Así, conforme al Derecho español, la única opción para que este acuerdo fuera aplicable frente al inversor es que esta cláusula de ley aplicable del folleto sea incluida expresamente en el contrato celebrado entre intermediario e inversor. En cualquier caso, esta es una cuestión cuya interpretación aún está pendiente por el TJUE.

¿Cuál es la ley aplicable si no existe acuerdo válido entre emisor e inversor al respecto?

En este supuesto, como venimos insistiendo, será vital entender si conforme a la “ley aplicable al crédito objeto de la cesión” (art. 14.2 Roma I, por lo dicho en la sección anterior) se considera o no que el contrato celebrado entre intermediario e inversor es o no una “cesión de créditos”, de forma que en último término esto nos llevará a aplicar “Roma I” o “Roma II” (conforme a lo expuesto por el TJUE a partir del Caso *ERGO*):

- 1) Si en efecto existe una cesión de crédito inversor-intermediario, entonces será aplicable “Roma I” (al ser la obligación inversor-emisor “contractual”), por lo que será de aplicación la “*ley del país donde tenga su residencia habitual la parte que deba realizar la prestación característica del contrato*”, siendo aquí el emisor (art. 4.2 Roma I), ya que el art. 4.1.h Roma I es aplicable solo en el contrato entre emisor e intermediario, que es el que se celebra en un “mercado regulado”).

---

<sup>48</sup> Este caso, la entidad financiera estadounidense “Morgan Stanley” incluyó en el folleto acompañante de su OPV en la Bolsa de Luxemburgo una remisión a la aplicación del Derecho Inglés en la resolución de las posibles responsabilidades derivadas. Tras dicha OPV, el título-valor emitido fue adquirido por el banco español “La Caixa” [intermediario]. Tras ello, el producto fue vendido a un inversor español sin que se incluyera dicha cláusula de ley aplicable en el contrato celebrado con “La Caixa”.

- 2) Si, por el contrario, el contrato celebrado entre inversor e intermediario no es considerado una cesión de crédito, consideraremos que la obligación que ostenta el emisor con el inversor será de carácter “extracontractual”, debiéndose aplicar “Roma II”. De esta forma, asumiendo que nos encontremos ante una obligación surgida de un “hecho dañoso”<sup>49</sup> será de aplicación “*la ley del país donde se produce el daño*” (art. 4.1 “Roma II”), entendiendo dicho lugar como el país donde se encuentra la “*cuenta bancaria*” en la que el inversor final sufre el daño patrimonial derivado de dicho Folleto impugnado (como establece el TJUE tras el “Caso *Kolassa*”, a la espera de concreciones del “Caso *Löber*” en trámite).

## **2.4 Reflexiones finales: situación actual, problemáticas y propuestas**

### **2.4.1 Complejidad y vacíos del actual marco europeo para establecer la competencia judicial internacional y la ley aplicable en estos casos: una traba para la “UMC”**

Como hemos observado, a la hora de tratar la doble cuestión de qué tribunales serán competentes y qué ley nacional será de aplicación para resolver las reclamaciones de responsabilidad derivada de folletos defectuosos emitidos junto a una OPV, el actual ordenamiento jurídico europeo aporta más interrogantes que respuestas, lo cual, teniendo en cuenta que la reclamación judicial es la única vía existente para que los emisores rindan cuentas en caso de violar las normas de transparencia e información en el mercado, nos lleva ante una difícil situación a la que la Unión Europea deberá dar respuesta si de veras quiere lograr una nueva “Unión del Mercado de Capitales” (como propone la Comisión Juncker) que beneficie especialmente a las pequeñas empresas e inversores.

Ciertamente, hasta el día de hoy se ha venido desarrollando una muy intensa campaña de reforma normativa a nivel europeo en el ámbito de los mercados de capitales. Pero lo cierto es que dichas reformas no han abarcado la cuestión de la ley aplicable y la competencia judicial internacional, dejando estos aspectos (elementales en la práctica jurídica) a las regulaciones contenidas en Bruselas I bis, Roma I y II. De esta forma, ha tenido que ser el desarrollo jurisprudencial del TJUE durante los últimos años el que permite dar forma a un sistema de DIPriv que pueda dar respuesta a las dudas planteadas por los actores europeos en relación a las cuestiones abordadas.

---

<sup>49</sup> Presumimos que no existe “culpa in contrahendo” (art. 12 Reglamento Roma II) al no haber existido un proceso de negociación previa entre emisor e inversor, aunque este concepto, a interpretar autónomamente por el TJUE (Considerando 30 del Reglamento Roma II), aún no ha sido abordado por la justicia europea (únicamente se menciona, sin ahondar en la cuestión, en la ya mencionada STJUE en el “Caso *ERGO*”)

Sin embargo, y como hemos visto, muchas cuestiones siguen a día de hoy en el aire y, de hecho, las respuestas que ha proporcionado hasta el momento el TJUE más que delimitar y hacer previsibles los tribunales y leyes que finalmente serán de aplicación, lo que se plantean son constantes remisiones a Derechos nacionales que llevan, en último término, a respuestas radicalmente diferentes<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> Para ilustrar esta situación, podemos realizar un sencillo ejercicio de aplicación sobre lo que supondría para la práctica lo expuesto en el presente proyecto:

- 1) Supongamos que el banco belga “Flanders Bank” está atravesando una terrible época y necesita recurrir a financiación externa. Para ello, y buscando de forma fraudulenta abaratar su endeudamiento, decide emitir títulos-valores en forma de bonos mostrando en el folleto información falseada de sus cuentas para aparentar una sana situación financiera. A su vez, con el fin de ampliar sus potenciales inversores, decide emitir esta OPV en la Bolsa de París, con un alcance mayor que la de Bruselas, contando con la Autorización de las autoridades francesas.
- 2) El Banco Español “Quijote SA” observa dicha emisión de valores en la Bolsa de París, y decide adquirir un amplio volumen de estos bonos emitidos con el fin de ofrecerlos a sus clientes más interesados en adquirir productos de inversión a altos intereses (asumiendo cierto riesgo).
- 3) El inversor Iván Pérez, con domicilio en Salamanca y natural de Portugal, decide adquirir uno de estos Bonos que le ofrece “Quijote SA”, asumiendo el valor de dicha compra a través de los fondos que tiene en una cuenta bancaria a su nombre en el banco portugués “Fado Banca”.
- 4) Al cabo de unos meses, el banco “Flanders Bank” cae en quiebra, dejando en evidencia el fraude realizado a sus inversores por el engaño producido en los folletos publicitados, e Iván acude a un abogado salmantino para reclamar contra dicha entidad la nulidad de la compra efectuada.

Ante esta situación, y asumiendo que en el folleto no se incluía ninguna cláusula de atribución de la competencia ni de ley aplicable (situación que haría más complejo el estudio legal, como hemos observado a lo largo de este proyecto), el abogado salmantino debería comprobar:

- 1) Si en virtud del Derecho francés (donde se ubica el mercado regulado en el que se emitió la OPV, la Bolsa de París) el contrato celebrado entre Iván y “Quijote SA” puede ser considerado o no una “cesión de crédito”.
- 2) Si hubiera una cesión de crédito (y no habiendo cláusula en el folleto al respecto):
  - a. *El tribunal competente* se determinará en virtud del art. 7.1.a “Bruselas I bis”, con lo que serán competentes los tribunales del “lugar donde se haya cumplido o deba cumplirse la obligación que sirve de base a la demanda”, cuestión que, efectivamente, no ha sido aclarado por el TJUE hasta ahora (podría entenderse que el lugar de prestación del cumplimiento de la obligación sería *Portugal*, al ser allí donde se encuentra la cuenta bancaria con la que Iván adquirió el bono y donde, en teoría, serían depositados los beneficios obtenidos a partir de esta inversión; pero esto es solo una teoría).
  - b. *La ley aplicable* se determinará en virtud del art. 4.2 Roma I, debiéndose aplicar, presumiblemente, el *Derecho belga*, al ser el lugar del domicilio de “Flanders Bank”.
- 3) No obstante, si conforme al Derecho francés no existiera “cesión de crédito” entre Iván y “Quijote SA” (sino un contrato de prestación de servicios o de compraventa), la situación cambia:
  - a. *El tribunal competente* pasa a estar determinado por el art. 7.2 “Bruselas I bis”, siendo competentes los tribunales del “lugar donde se haya producido o pueda producirse el hecho dañoso”. Esta cuestión sigue abierta en el Derecho europeo, pudiendo afirmar:
    - i. Que serán competentes los tribunales del lugar donde se publicó el folleto (tesis menos probable, pero aun así recogida en las Conclusiones AG del “Caso *Kolassa*”, al ser el “lugar del hecho causal que genera el daño”), en este caso los *tribunales franceses* (el folleto se publicó y aprobó en aquel país).
    - ii. Más probablemente (por STJUE del “Caso *Kolassa*” y, previsiblemente, en el “Caso *Löber*”), podrá afirmarse que serán competentes los tribunales del lugar donde se produce el daño, siendo el lugar donde se encuentra la “cuenta bancaria afectada”, siendo competentes los *tribunales portugueses*.
  - b. *La ley aplicable* se determinará en virtud del art. 4.1 “Roma II”, siendo aplicable la ley del país “donde se produce el daño”, y debiendo entender éste como el país donde se encuentra la cuenta bancaria afectada, en nuestro sería el *Derecho portugués*.

#### **2.4.2 Problemáticas para la implementación de la doctrina del TJUE en los tribunales nacionales de los Estados Miembros**

A su vez, las problemáticas que surgen derivadas de la complejidad tanto a nivel teórico como práctico en la determinación de la competencia judicial internacional y la ley aplicable en estos supuestos (dada la escasa jurisprudencia del TJUE, así como la complejidad y tecnicismo de la misma), producirán sus efectos más notables en la administración de justicia a nivel nacional de los diversos Estados miembros de la UE, que realmente acaban siendo una suerte de “tribunales ordinarios de la Unión”<sup>51</sup> al ser quienes “aseguran en su territorio respectivo la aplicación y el respeto del Derecho de la unión”<sup>52</sup>

Así, en muchas ocasiones, ya sea por falta de medios materiales o logísticos, las soluciones propuestas por el TJUE encuentran serias dificultades para acabar reflejándose en la realidad del día a día judicial de los Estados miembros, debiéndose realizar enormes esfuerzos por parte de abogados, fiscales y tribunales para la comprensión de estas nuevas tendencias jurídicas provenientes de Luxemburgo en forma de Sentencias y Conclusiones dispersas de Abogados Generales. No en vano los tribunales españoles, cuando se enfrentan a esta clase de supuestos, encontrarán serios problemas para lograr aplicar correctamente las directrices y líneas interpretativas enarboladas en el TJUE<sup>53</sup>.

#### **2.4.3 La escasa delimitación de la Jurisprudencial del TJUE. Riesgos**

Sin embargo, lo cierto es que, aparte de los vacíos jurisprudenciales, en la doctrina ya asentada por el tribunal de Luxemburgo, como hemos podido observar, se deja en manos de un determinado Derecho nacional (el del “mercado regulado” donde se emite la OPV

---

<sup>51</sup> Nos estamos refiriendo al papel de los tribunales nacionales en el seno del denominado “Sistema de Protección Judicial de la Unión Europea”. De hecho, si bien algunas fuentes afirman que dicho sistema judicial estaría constituido exclusivamente por los denominados “Tribunales de la Unión” (es decir, el Tribunal de Justicia de la UE, el Tribunal General, y otros Tribunales Especializados -como el Tribunal de la Función Pública-), lo cierto es que de facto el conjunto de los tribunales nacionales de los Estados Miembros son garantes de la correcta aplicación del Derecho comunitario en el conjunto del territorio de la UE, ejerciendo como una suerte de “Tribunales Ordinarios de la Unión”.

<sup>52</sup> Dictamen TJUE de 8 de marzo de 2011, *Dictamen emitido con arreglo al artículo 218 TFUE, apartado 11*, Procedimiento de Dictamen 1/09 [ECLI:EU:C:2011:123]

<sup>53</sup> Como se observa en la Sentencia del “Caso *Morgan Stanley*”, los tribunales españoles en primera instancia encuentran enormes problemáticas para resolver las cuestiones derivadas de esta clase de supuestos. Destaca así la clara contradicción de resoluciones alcanzada por los Tribunales de Primera Instancia de Alicante y Barcelona en relación a un mismo asunto (la determinación de vinculación del inversor a una cláusula sobre ley aplicable incluida en el folleto), pero incluso a nivel del TS encontramos serias fallas (en ningún momento de la sentencia “*Morgan Stanley*” se menciona la posibilidad de que la hipotética subrogación del inversor en la posición del intermediario financiero en ese caso sea relevante, cuestión esencial conforme a la jurisprudencia elaborada por el TJUE, como ya se ha desarrollado).

y el folleto origen del daño producido) cuestiones esenciales tanto en relación a la competencia judicial internacional como a la ley aplicable para la resolución del caso.

Esta solución dejará problemáticas esenciales contrarias, en su raíz, al fin último del DIPriv desarrollado por la UE, que no es otro que la claridad y seguridad jurídica en las relaciones personales y comerciales privadas entre los ciudadanos de la Unión con el fin de promocionar las libertades de libre circulación dentro del espacio comunitario. Así pues, dichas problemáticas serán:

- En primer lugar, la autonomía de conceptos en el Derecho europeo elaborada con el fin de no dejar en manos de las legislaciones nacionales la aplicación práctica de dicho ordenamiento (dependiendo exclusivamente del desarrollo judicial en Luxemburgo) queda seriamente en riesgo habida cuenta de la línea interpretativa elaborada por el TJUE. En la práctica, se deja en manos de un Derecho nacional determinar en último término la competencia judicial internacional y ley aplicable en estos casos (como ya hemos explicado);
- Esta desnaturalización de la autonomía del DIPriv europeo en estos supuestos producirá que el riesgo del “forum shopping” tenga cabida en la práctica comercial y jurídica. Así, los emisores de Folletos podrían elegir emitir sus OPV en aquellos Estados donde la legislación les sea más favorable para sus posibles intereses jurídicos.
- Finalmente, podemos destacar el riesgo que supone que ni para inversores ni realmente para operadores comerciales esté claro el lugar en el que finalmente serán juzgados y bajo qué legislación serán resueltas las posibles controversias que surtan del folleto emitido en una OPV transnacional, habida cuenta de la indeterminación y complejidad de la jurisprudencia estudiada. En consecuencia, se produce una incertidumbre jurídica y económica contraria a los fines perseguidos por la legislación.

La resolución de estas cuestiones es esencial si se quiere avanzar hacia la consecución de la ansiada “Unión del Mercado de Capitales”, que incentive una mayor integración económica y financiera de las economías europeas y, en último término, un mercado financiero seguro, estable y verdaderamente útil para el conjunto de los ciudadanos, empresas y autoridades de la Unión.

#### **2.4.4 Una propuesta rompedora: La creación de un marco legal propio de competencia judicial internacional y ley aplicable en los supuestos estudiados**

Para finalizar el presente proyecto, abarcamos someramente las posibles soluciones que, desde el ámbito legal y jurídico, pueden contribuir a resolver las problemáticas enunciadas. De esta forma, podríamos destacar primeramente el mejor aprovechamiento de las actuales redes de cooperación entre tribunales nacionales de la UE (Redes Judiciales Europeas – RJE) para lograr una mayor coordinación intracomunitaria. La implicación de estas redes en la labor de información e instrucción al conjunto de los tribunales nacionales europeos sobre los avances jurisprudenciales del TJUE en materias técnicas y complejas como la abordada podría constituir una valiosa herramienta.

No obstante, lo cierto es que no son pocas las voces que no ven en una mayor cooperación y vinculación desde el ámbito judicial una solución suficiente, abogando directamente por la reforma legislativa. Así pues, podría abogarse por la reforma del actual régimen de competencia judicial internacional y ley aplicable existente en la UE, muy general y poco focalizado en el ámbito del mercado de capitales (con las consecuencias de abstracción normativa y necesidad de complejas interpretaciones jurisdiccionales, como hemos visto), con el fin de amoldar dicho marco normativo a las peculiaridades de las figuras jurídicas complejas originadas en los mercados de capitales (como las OPV).

A este respecto destacamos la propuesta del “Deutschen Rat Für Ipr”<sup>54</sup> o la de los expertos consultados por la Comisión<sup>55 56</sup>. Puede ser, no obstante, que el legislador europeo esté esperando un mayor desarrollo de la cuestión en el TJUE, para, una vez más delimitada la respuesta, poder plasmar los avances jurisprudenciales en la legislación.

En cualquier caso algo está claro: un desarrollo de la Jurisprudencia del TJUE para tratar de colmar las actuales fallas (tal vez con nuevas interpretaciones creativas) será esencial para impulsar una mayor seguridad jurídica que reduzca los riesgos de la dispersión normativa nacional en el contexto europeo. Quién sabe si los actuales avances en la integración económica impulsan en el plano judicial hacia una mayor claridad.

---

<sup>54</sup> S. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ / F.J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ (dir.), *Ley aplicable...*, op. cit., p. 328-332

<sup>55</sup> E. ILLMAN / M. KOHAJDA (dir.), *Reform of the Prospectus Regime*, Praga, Charles University in Prague, 2016, [on-line] recuperado el 16 de enero de 2018, de <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/download/120239947>

<sup>56</sup> Dichas respuestas abogan tanto por la mera necesidad de reforma legal (sin concretar una propuesta), como en la propuesta de reformas concretas. En este segundo grupo está la propuesta del “Deutschen Rat Für Ipr”, quienes abogan por la inclusión de un punto de conexión de ley aplicable basado en el lugar donde se encuentra el mercado en que se emitió la OPV.



### 3. Conclusiones

Los últimos avances normativos en la UE para la consecución de unos mercados de capital más seguros y eficaces han pivotado en torno al “paradigma de la información”, asimilando que otorgando más información a los inversores sobre los productos que estos adquieren por medio de un “Folleto” se logrará un mercado de capitales más racional. No obstante, dado que el control realizado del contenido de dicho Folleto es meramente formal, y que su redacción está en manos de quienes emiten dichos títulos-valores en el mercado (interesados en lograr su venta); lo cierto es que se ha dejado espacio a posibles abusos o engaños en los datos reflejados por dichos Folletos.

Esta situación, cuya vía de resolución es la reclamación judicial de responsabilidades a los emisores y redactores de dichos “folletos defectuosos”, se encontrará con una normativa europea en materia de competencia judicial internacional y ley aplicable que no tiene en consideración las peculiaridades de estas estructuras jurídicas complejas (donde diversos actores localizados en diferentes Estados encadenan sucesivas relaciones contractuales desde que se emite el título-valor hasta que llega a manos del inversor), debiéndose realizar un gran esfuerzo a nivel jurisprudencial para amoldar los foros y puntos de conexión generales del DIPriv europeo a estos supuestos. Es la comprensión de dichos avances, así como de sus carencias, lo que da forma a este proyecto.

Así, tras abordar la jurisprudencia europea al respecto, vemos que los foros y puntos de conexión aplicables se determinarán en estos supuestos por un “*Análisis a Dos Niveles*”.

En el “*Primer Nivel*” de análisis, los Tribunales deberán resolver la naturaleza jurídica de la OPV en su conjunto, entendiéndola o bien como una sola figura jurídica compleja de carácter “contractual”, o bien como una relación meramente económica pero no jurídica, con carácter “extracontractual”. Para ello, resultará esencial resolver si el inversor final se “subrogó” en la posición del intermediario financiero (que comunica al emisor de la OPV con el inversor final), ya que de ser así podrá determinarse que existió una relación “contractual” entre el “inversor” y el “emisor” de la OPV. No obstante, al no existir una regulación europea sobre la cuestión, deberá determinarse dicha posible “subrogación por cesión de crédito” en virtud de un Derecho nacional (art. 14.2 Roma I), que será o bien el acordado entre emisor e intermediario en el contrato de emisión en el mercado primario (art. 3 “Roma I”), o, en ausencia de dicho acuerdo, el Derecho nacional del “Mercado Regulado” donde se emitió la OPV y el Folleto (art. 4.1.h “Roma I, art. 44.4. MiFID II).

Tras ello, en un “*Segundo Nivel*” resolveremos las cuestiones propias de competencia judicial internacional y ley aplicable en la resolución de las responsabilidades del emisor por la falsificación de los datos reflejados en el folleto. Existen dos problemáticas:

- En primer lugar, determinar el tribunal nacional competente. De haber encontrado en el primer nivel de análisis una “materia contractual” entre inversor y emisor de la OPV, podrá ser vinculante una cláusula de atribución de la competencia incluida en el Folleto si ésta era “de fácil acceso” (Caso *Profit*, ap. 36). De no existir dicha cláusula, serán competentes los tribunales del “lugar de cumplimiento de la obligación” (si entendimos en el primer nivel que existe “materia contractual”), o el lugar de producción del hecho dañoso (si no observamos dicha “materia contractual”), siendo la determinación de estos lugares, a su vez, una materia compleja en un ámbito tan abstracto como es el sector financiero (¿dónde deben cumplirse las obligaciones de una Acción adquirida en Bolsa?, ¿dónde se produce el daño?), ubicando el TJUE de forma creativa dicho lugar en el Estado donde se ubica la “cuenta bancaria” afectada por el Folleto (Casos *Kolassa* y *Löber*).
- En segundo lugar, resolver conforme a qué Ley estatal se resolverá el asunto. Aquí, el TJUE no se habría pronunciado sobre la validez de una cláusula de determinación de ley aplicable contenida en el folleto (como vimos, el TS invalidó dicha posibilidad en el caso “Morgan Stanley”). En ausencia de dicho cláusula, será de aplicación o bien la ley del país de residencia del emisor (cuando en el primer nivel hubiésemos encontrado una “relación contractual”); o bien la ley del país donde se produce el daño (si no encontramos dicha “relación contractual”).

Este sistema de “*Análisis a Dos Niveles*” parece llevar a una tecnificación excesiva para la resolución de la competencia judicial internacional y la ley aplicable en estos supuestos, contraria incluso a los principios de seguridad jurídica, autonomía, y consecución de un eficaz sistema de tutela judicial efectiva. Veremos si esta situación se ve resuelta con una simplificación jurisprudencial del TJUE respecto a dicha cuestión, o si bien el legislador europeo decide amoldar el actual marco normativo -general, abstracto e insuficiente para abarcar la complejidad de las OPV- con el fin de aportar mayor concreción y calidad al sistema europeo de asignación de competencia y ley aplicable en la ya propuesta UMC.

Aspiramos, en definitiva, a comprender la actual Europa con el fin de crear propuestas eficaces que nos impulsen a conseguir una más coherente cercanía, en este caso a nivel financiero, de todos los ciudadanos y actores económicos de nuestra Unión Europea.

## **Bibliografía**

### **Legislación**

#### **Legislación Española**

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE n. 181, de 29 de julio de 1988, pp. 23405-23425).

Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública (BOE n. 62, de 14 de marzo de 2005, pp. 8832-8853).

Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1998, 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 n. 274, de 16 de noviembre de 2005, pp. 37440-37454).

Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Capitales (BOE n. 274, de 16 de noviembre de 2005, pp. 37456-37457).

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 n. 255, de 24 de octubre de 2015, pp. 100356-100541).

#### **Legislación Europea**

Reglamento (CE) 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil (DOUE L 12, de 16 de enero de 2001, pp. 1-23).

Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DOUE L 345, de 31 de diciembre de 2003, pp. 64-89).

Reglamento (CE) N° 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE, en cuanto a la información contenida en los folletos así como al formato, la incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad (DOUE L 149, de 30 de abril de 2004, pp. 1-132).

Reglamento (CE) 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). (DOUE L 199, de 31 de julio de 2007, pp. 40-49).

Reglamento (CE) 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, de 4 de julio de 2008, pp. 6-16).

Reglamento (UE) 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, pp. 1-32).

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, pp. 349-498).

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 (DOUE. L 168, de 30 de junio de 2017, pp. 12-84).

## **Jurisprudencia**

### **Jurisprudencia Española**

Sentencia del Tribunal Supremo 92/2016 (Sala de lo Civil, Sección 1.<sup>a</sup>), de 3 de febrero [ECLI:ES:TS:2016:92].

Sentencia del Tribunal Supremo 3027/2017 (Sala de lo Civil, Sección 1.<sup>a</sup>), de 20 de julio [ECLI:ES:TS:2017:3027].

### **Jurisprudencia Europea**

Dictamen TJCE de 8 de marzo de 2011, *Dictamen emitido con arreglo al artículo 218 TFUE, apartado 11*, Procedimiento de Dictamen 1/09 [ECLI:EU:C:2011:123].

Conclusiones AG Sr. Maciej Szpunar de 3 de septiembre de 2014, *Kolassa*, As. C-375/13 [ECLI:EU:C:2014:2135].

Sentencia TJUE de 28 de enero de 2015, *Kolassa*, As. C-375/13 [ECLI:EU:C:2015:37].

Sentencia del TJUE de 12 de febrero de 2015, *Sähköalojen ammattiliitto*, As. C-396/13 [ECLI:EU:C:2015:86].

Conclusiones AG Sr. Yves Bot de 23 de abril de 2015, *Profit Investment SIM*, As. C-366/13 [ECLI:EU:C:2015:274].

Sentencia TJUE de 21 de enero de 2016, *ERGO Insurance*, As. C-359/14 y C-475/14 [ECLI:EU:C:2016:40].

Sentencia TJUE de 20 de abril de 2016, *Profit Investment SIM*, As. C-366/13 [ECLI:EU:C:2016:282].

Petición de decisión prejudicial planteada por el Obersten Gerichtshofs -Tribunal Supremo Civil y Penal, Austria- el 24 de mayo de 2017, *Löber*, As. C-304/17.

### Artículos y Revistas

BBVA, *Qué son los mercados Over The Counter [OTC]*, 2015, [on-line] recuperado el 15 de octubre de 2017, de <https://www.bbva.com/es/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc/>

CALVO CARAVACA, A. L. / CARRASCOSA GONZÁLEZ, J., *Derecho Internacional Privado, volumen I*, ed. 17, Granada, Comares editorial, 2017.

CALVO CARAVACA, A. L. / CARRASCOSA GONZÁLEZ, J., *Derecho Internacional Privado, volumen II*, ed. 17, Granada, Comares editorial, 2017.

CHANDA, N., “¿Qué es la Globalización? Uniéndonos: Globalización significa reconectar la comunidad humana”, *YaleGlobal Online*, 2002, [on-line] recuperado el 28 de octubre de 2017, de <https://yaleglobal.yale.edu/node/58301>

CNMV, *Mercado primario*, [on-line] recuperado el 25 de octubre de 2017, de <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Mercado-Primario.aspx>

CUATRECASAS, GONÇALVES PEREIRA, *Modificación del régimen de OPV/OPS, folletos y transparencia*, Madrid, Nota Monográfica, 2013, [on-line], recuperado el 2 de febrero de 2018, de [https://www.cuatrecasas.com/media\\_repository/docs/esp/nota\\_monografica\\_-\\_modificacion\\_del\\_regimen\\_de\\_opv\\_ops\\_folletos\\_y\\_transparencia\\_18.pdf](https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/nota_monografica_-_modificacion_del_regimen_de_opv_ops_folletos_y_transparencia_18.pdf)

FERNÁNDEZ, C., *Diccionario de finanzas: OPV vs. OPS*, Instituto de Estudios Bursátiles, 2014, [on-line] recuperado el 30 de octubre de 2017, de <https://www.ieb.es/diccionario-de-finanzas-opv-vs-ops/>

FREIXES PORTES, R. / CORREIG FERRÉ, G., “Análisis en materia de mercado de valores en relación con la inexactitud de la información financiera regulada”, *Revista del derecho del mercado de valores*, n. 10, 2012, [on-line] recuperado el 6 de noviembre de 2017, de [https://www.cuatrecasas.com/media\\_repository/docs/esp/analisis\\_en\\_materia\\_de\\_mercado\\_de\\_valores\\_en\\_relacion\\_con\\_la\\_inexactitud\\_de\\_la\\_informacion\\_financiera\\_regulada\\_198.pdf](https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/analisis_en_materia_de_mercado_de_valores_en_relacion_con_la_inexactitud_de_la_informacion_financiera_regulada_198.pdf)

GARCÍA CANO, S., “Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 20 de abril de 2016, asunto C-366/13, Profit Investment” *Ars Iuris Salamanticensis*, v. 4, 2016, pp. 246-249, [on-line] recuperado el 30 de noviembre de 2017, de <http://revistas.usal.es/index.php/ais/article/download/15312/15878>

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “Cláusulas de ley aplicable en instrumentos financieros”, *Almacén de Derecho*, 2017, [on-line] recuperado el 21 de octubre de 2017, de <http://almacenederecho.org/clausulas-ley-aplicable-instrumentos-financieros/>

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “¿Qué tribunales nacionales son competentes para conocer de las demandas por responsabilidad del folleto? A propósito de la STJUE de 28 de enero de 2015”, *Almacén del Derecho*, 2015, [on-line] recuperado el 20 de octubre de 2017, de <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2015/02/que-tribunales-nacionales-son.html>

ILLMAN, E. / KOHAJDA, M. (dir.), *Reform of the Prospectus Regime*, Praga, Charles University in Prague, 2016, [on-line] recuperado el 16 de enero de 2018, de <https://is.cuni.cz/webapps/zzp/download/120239947>

LEHMANN, M., “Prospectus Liability and Private International Law – Asserting the Landscape After the CJEU Kolassa Ruling (Case C-375/13)”, *Journal of Private International Law*, v. 11, n 2, 2016, [on-line] recuperado el 20 de noviembre de 2017, de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2734721](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2734721)

LEHMANN, M., “Prospectus Liability: Determining the Component Court and the Applicable Law in the EU”, *Oxford Business Law Blog*, 2016, [on-line] recuperado el 14 de enero de 2018, de <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/11/prospectus-liability-determining-competent-court-and-applicable-law>

NÚÑEZ, G. / REDONET, J. / VENTOSO, A., “Nuevo Reglamento comunitario sobre folletos de ofertas públicas o de admisión a negociación de valores”, *Circular de Uría Menéndez*, 2017, [on-line] recuperado el 6 de noviembre de 2017, de [http://www.uria.com/documentos/circulares/905/documento/7006/Circular\\_UM.pdf](http://www.uria.com/documentos/circulares/905/documento/7006/Circular_UM.pdf)

OEHLER, A. / WENDT, S., “Good Consumer Information: the Information Paradigm as its (Dead) End?”. *Journal of Consumer Policy*, v. 40, n. 2, 2017, pp: 179-191, [on-line] recuperado el 19 de octubre de 2017, de <https://link.springer.com/article/10.1007/s10603-016-9337-5>

PALÁ, F. / LAO, C. / MAS, A., “Nuevo reglamento de folletos”, *Newsletter de Ramón y Cajal Abogados*, 2017, [on-line] recuperado el 10 de enero de 2018, de [http://www.ramonycajalabogados.com/sites/default/files/archivos/newsletter\\_nuevo\\_reglamento\\_sobre\\_folletos.pdf](http://www.ramonycajalabogados.com/sites/default/files/archivos/newsletter_nuevo_reglamento_sobre_folletos.pdf)

PALOMO GARRIDO, A., “La intensificación de la competencia en la globalización y sus efectos sobre la geoconomía”, *Geopolítica(s). Revista de estudios sobre espacio y poder*, v. 8, n. 1, 2017, pp: 29-49, [on-line] recuperado el 10 de octubre de 2017, de <http://revistas.ucm.es/index.php/GEOP/article/view/52410/51142>

PÉREZ SÁNCHEZ, A., “OPV, OPS y OPA: diferencias y conceptos”, *Mejores Brokers*, 2015, [on-line] recuperado el 30 de noviembre de 2017, de <http://www.mejoresbrokers.es/opv-ops-opa-diferencias-y-conceptos/>

POZZI, S., “Hipotecas subprime: La crisis con la que empezó todo”, *El País*. 2017, [on-line] recuperado el 26 de octubre de 2017, de [https://elpais.com/economia/2017/08/05/actualidad/1501927439\\_342599.html](https://elpais.com/economia/2017/08/05/actualidad/1501927439_342599.html)

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S. / GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J. (dir.), *Ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto*, Madrid, Universidad Autónoma de Madrid, 2013, [on-line] recuperado el 28 de septiembre de 2017, de [https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/660255/sanchez\\_fernandez\\_sara.pdf?sequence=1](https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/660255/sanchez_fernandez_sara.pdf?sequence=1)

SCHREUER, C., “Jurisdiction and Applicable Law in Investment Arbitration”, *McGrill Journal of Dispute Resolution*, v. 1:1, 2014, [on-line], recuperado el 30 de octubre de 2017, de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2520501](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2520501)

TORRE, I. DE LA., “La Unión del Mercado de Capitales”, en: F. Fernández Méndes de Andes (dir.), *Anuario del Euro 2015*, Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2006, pp. 189-207, [on-line] recuperado el 22 de noviembre de 2017, de [https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/download/1125\\_a3c9722a77e370bd923bb904ab6bf01b.html](https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/download/1125_a3c9722a77e370bd923bb904ab6bf01b.html)

ZUNZUNEGUI, F., “La regulación jurídica internacional del mercado financiero”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2008, [on-line] recuperado el 4 de enero de 2018, de <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2008/05/zunzunegui-regulacion-juridica-internacional-mercado-financiero.pdf>