

ESTEBAN DE LA ROSA, Gloria, *Operaciones con información privilegiada y mercado de valores. Régimen de Derecho Internacional Privado*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2019, 384 pp.

El libro de la profesora Esteban de la Rosa le resultará útil a cualquier persona interesada en el régimen jurídico de las operaciones con información privilegiada conectadas con más de un ordenamiento, y también a los que trabajan sobre esta cuestión en supuestos puramente internos ya que incluye ricas referencias a la delimitación de la figura y su tratamiento en varios sistemas jurídicos.

El trabajo se divide en un capítulo preliminar dedicado a la definición y configuración de las operaciones con información privilegiada y otros tres capítulos que se ocupan respectivamente de la regulación en la Unión Europea de la protección del mercado de valores en relación a las conducta del *insider*, aquel que opera con información privilegiada (capítulo primero); la competencia de las autoridades administrativas y el Derecho aplicado por éstas (capítulo segundo) y, finalmente, un capítulo que se ocupa de la perspectiva de Derecho privado (competencia judicial y Derecho aplicable en materia de responsabilidad civil derivada de las operaciones con información privilegiada), a la que se dedica el capítulo tercero del trabajo. Los cuatro capítulos están precedidos por una breve introducción.

Como puede apreciarse, la obra no se limita a los problemas “clásicos” de DIPr (que, en realidad, se reducirían al contenido del capítulo tercero) sino que enmarca estos en una presentación mucho más amplia en la que se incluyen las consideraciones materiales y también lo relativo a la actividad administrativa en materia de operaciones con información privilegiada (o *insideinformation* ya que, como se explica en la obra, existen diferencias entre uno y otro concepto, p. 36). Se enmarcaría así en el denominado “Derecho económico conflictual”, un concepto al que se refiere la autora en la introducción del libro (p. 25). Es una opción correcta, pues no es posible abordar este tipo de problemas aislando los problemas conflictuales, puesto que estos no son más que una de las dimensiones de una realidad mucho más compleja. Es por esto que el trabajo resultará útil no solamente a los especialistas de DIPr, sino también a cualquier interesado en el régimen jurídico de la gestión de la información relevante para el mercado de valores.

La primera tarea que aborda la autora es la de delimitar correctamente el objeto de su estudio; y aquí es relevante distinguir entre el uso de información privilegiada y otras formas de manipulación del mercado de valores. La distinción entre el uso de información que no es de general conocimiento y otras formas de falseamiento del mercado de valores son objeto del capítulo preliminar; donde también se exploran las conexiones del *insider trading* y las exigencias derivadas del Derecho de la competencia; distinguiendo, a su vez, entre las obligaciones derivadas de las normas generales sobre competencia leal y las que resultan de la regulación del mercado financiero (pp. 31-32). La distinción entre información privilegiada, reservada, relevante, confidencial y sensible también es abordada en esta parte del trabajo (pp. 39 y

ss.), así como la diferenciación entre iniciados primarios y secundarios (pp. 48 y ss.) y *outsiders*, así como otras categorías intermedias (pp. 60-61). Finalmente, también resulta especialmente interesante el análisis de la gestión de la información relativa a la sociedad en los supuestos de OPAs (pp. 66 y ss.).

Tras esta presentación de los conceptos esenciales que van a ser abordados, se describe la regulación del *insider trading* tanto en la UE como en España y en Estados Unidos.

El capítulo primero, tal como se ha indicado, se ocupa de la forma en que se regula en la UE el mercado de valores en relación a la conducta del *insider*. En esta parte encontraremos también interesantes desarrollos sobre nuevos tipos de regulación en los que son los propios operadores los que establecen reglas orientadas al correcto funcionamiento del mercado. La autorregulación, los códigos de conducta y las normas prudenciales son abordados con detalle. Por cierto, el término correcto es “autorregulación”, con dos erres; y no “autoregulación”, con una sola erre. En el texto se alternan las dos formas, aunque es más frecuente la incorrecta que la correcta.

En esta parte, al analizar las distintas normativas existentes, se introduce la problemática internacional al considerar el ámbito de aplicación personal y espacial de los distintos instrumentos de la UE (pp. 156 y 210, por ejemplo). En este punto también hay que hacer una indicación formal: se adjetivan con frecuencia las normas de la UE como comunitarias; pese a que se entiende, quizás es preferible evitar este adjetivo que corresponde a una etapa ya superada en la evolución europea.

El capítulo segundo se ocupa, como hemos adelantado, de la competencia de las autoridades administrativas y del Derecho que aplican en las operaciones con información privilegiada. En esta parte es necesario conjugar los intereses del Estado de la autoridad, y las conexiones de los casos sobre los que conocen estas autoridades con otros Estados: el estado de la nacionalidad o residencia del emisor de los valores afectados, de la entidad intermediaria y también el estado que presenta conexiones con el iniciado (el estado en el que opera, el de su nacionalidad o el de su residencia). Aquí se advierte ya la necesidad de articular las exigencias propias del mercado financiero con las societarias; un diálogo entre ambas que será importante en todo el desarrollo posterior y sobre el que tendremos que volver enseguida. También se plantea en este capítulo la diferenciación entre las normas que tutelan al inversor y las que tutelan al mercado; otra idea fuerza del trabajo que explica una parte relevante de los desarrollos que contiene. Finalmente, en esta parte destacaría la distinción entre mercado protegido y mercado afectado (especialmente, p. 248) que pone el acento en la voluntad de la norma relativa a la utilización de la información privilegiada, lo que, a mi juicio, es coherente con el carácter unilateral de la regulación. Esta consideración también tiene incidencia en la correlación entre la normativa sobre utilización de la información privilegiada y las normas sobre competencia desleal y, en concreto sobre la proyección en esta materia de la teoría de los efectos (pp. 250 y ss.).

El último capítulo de la monografía aborda directamente el régimen en DIPr de la responsabilidad civil derivada de la utilización de información privilegiada; aunque

algunas cuestiones ya habían sido adelantadas en el capítulo anterior (p. 269, por ejemplo). Se trata fundamentalmente la responsabilidad extracontractual; pero sin olvidarse de la contractual (pp. 292 y ss.). Aquí se tratan tanto los problemas de competencia judicial internacional como de Derecho aplicable, prestando especial atención a la jurisprudencia del Tribunal de Luxemburgo sobre el criterio de competencia en materia extracontractual en el Convenio de Bruselas y los Reglamentos que lo sucedieron y el Reglamento Roma II en lo que se refiere al Derecho aplicable. En este punto se establece una interesante distinción entre el daño al mercado y el daño al inversor que es utilizada en la resolución de los distintos casos posibles. La responsabilidad derivada de la *culpa in contrahendo* también es objeto de atención (pp. 336-337), así como el papel de las normas imperativas, muy relevante en esta materia.

La obra, como puede apreciarse es muy completa y, como indicaba al principio, será útil para cualquier interesado en el tratamiento legal de la información privilegiada. Además, dado que este tema se conecta con una variedad de sectores (en varios puntos del trabajo se emplea la palabra “interseccional”) incluye desarrollos relativos al Derecho de sociedades, Derecho financiero o del mercado de valores. Uno de los desafíos, por tanto, es la presentación clara de una información tan variada. En este sentido, el detalle con el que se sigue la evolución normativa es de agradecer, aunque para el lector no iniciado sería necesaria una mayor claridad en la distinción entre normativa derogada y vigente. De igual forma, en ocasiones la presentación de opiniones variadas impide tener una clara conciencia de cuál es la posición de la autora, lo que contribuiría a que la exposición fuera más diáfana.

Entrando en el fondo de los planteamientos de la autora, y tal como ya se ha adelantado, resulta interesante la correlación que establece entre *lex societatis* y *lex mercatus*; aunque no creo que esté justificada, como mantiene la autora (p. 282) una pretendida *vis atractiva* de la *lex mercatus* que desplazaría la *lex societatis*. En realidad, la relación entre ambas quizás se entiende mejor asumiendo que ciertas obligaciones están sometidas a control administrativo, en concreto, las relativas al mercado de valores; y esto con independencia de que se incluyan en una ley destinada de manera principal a la regulación societaria (*vid. n. núm. 202* en la p. 282). De esta forma, no debería existir duda sobre que aquellas cuestiones relativas al funcionamiento de la sociedad deben regirse por su *lex societatis*, asumiendo aquí una aproximación conflictual; y sin que esto se oponga a la aplicación por las autoridades administrativas de la normativa imperativa en materia de mercado de valores. Más que de *vis atractiva* deberíamos referirnos a una cuidadosa delimitación del ámbito de aplicación material tanto de la *lex mercatus* como de la *lex societatis*.

Otro punto especialmente interesante es el relativo a la identificación del lugar del daño a efectos tanto de determinar la competencia judicial internacional como el Derecho aplicable. En este sentido, quizás hubiera sido conveniente tener en cuenta no solamente la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la UE, sino también la jurisprudencia española, que ha mantenido una posición particular en lo que se refiere a la identificación del daño en aquellos casos en los que se ha producido un perjuicio a una empresa española, incluso como consecuencia de hechos acaecidos en el extranjero

(caso *Repsol c. Chevron*, Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Madrid de 5 de julio de 2013). El tema puede ser relevante, pues uno de los puntos clave en esta cuestión, tanto en el sector del Derecho aplicable como de la competencia judicial internacional es la identificación tanto del lugar del hecho dañoso como del daño. En la monografía se opta por entender que en los casos de utilización de información privilegiada el daño se produce directamente al mercado, siendo el daño al inversor una consecuencia de ese daño al mercado (p. 306). Se trata de una afirmación que quizás pudiera ser cuestionada y que se relaciona con una distinción que podría ser quizás más clara en el trabajo: la que resulta de la distinción entre hecho dañoso y daño. En el caso de la competencia judicial internacional, como es sabido, ambas conexiones pueden ser utilizadas; de tal manera que en los casos que nos ocupan habría que determinar dónde se produce el hecho dañoso (en principio, podríamos entender que éste lugar se identifica con aquel en el que se utiliza la información privilegiada, al menos como primera aproximación) y dónde se da el daño, pudiendo aquí optar, por las razones apuntadas en la monografía, por el mercado que se ve afectado por la utilización de la información privilegiada; y considerando entonces, quizás, que el daño económico al inversor podría ser entendido como un daño indirecto (aunque tengo mis dudas sobre este extremo, al menos en todos los casos).

La autora no sigue esta aproximación, manteniendo de manera expresa que el hecho causal ha de identificarse con el mercado donde cotiza el instrumento financiero afectado (p. 308); lo que, a su vez, la obliga a considerar en el sector del Derecho aplicable que el lugar del daño no es el del mercado donde cotice el instrumento financiero afectado, sino el de la residencia habitual de la víctima o donde se encuentre una cuenta bancaria (p. 343). Se trata de una solución obligada una vez que se ha defendido en relación a la competencia judicial internacional que el hecho causal se produce en el mercado afectado (y no donde se ha utilizado la información privilegiada, lugar que con frecuencia coincidirá con el del mercado afectado), lo que obliga a identificar un lugar del daño diferente. Creo que sería más sencillo de asumirse que el lugar del hecho causal es, como digo, donde se utiliza la información privilegiada, lugar del daño el mercado afectado y lugar donde se manifiestan los efectos indirectos del daño allí donde se ve perjudicado el patrimonio del inversor (y en relación a este punto manteniendo la duda de si realmente puede ser identificado espacialmente un patrimonio, cuestión en la que no entraremos).

Hubiera sido interesante también que en relación a la competencia judicial internacional hubieran sido considerados algunos criterios de competencia que podrían resultar relevantes, como son la competencia por conexidad y la autonomía de la voluntad; pero esto no limita en absoluto el interés de los desarrollos que incluye la autora.

Finalmente, no puedo dejar de observar que las consideraciones sobre el ejercicio extraterritorial de la competencia (p. 223) podrían ser objeto de algunos matices. No creo que pueda hablarse de ejercicio extraterritorial cuando la autoridad actúa en su propio territorio, aunque sea en relación a hechos ocurridos fuera de él. En relación a este tema creo que sigue siendo imprescindible la cita de F.A. Mann, especialmente sus dos cursos en la Academia de La Haya dedicados a la jurisdicción, con especial

atención a su ejercicio extraterritorial (“The Doctrine of Jurisdiction in International Law”, *R. des C.*, 1964-I, t. 111, pp. 9-162; “The Doctrine of International Jurisdiction Revisited after Twenty Years”, *ibid.*, 1984-III, t. 186, pp. 9-116).

En definitiva, nos encontramos con una obra completa y llena de interés que deberá estar en las estanterías de todos aquellos interesados en el régimen jurídico de las operaciones con información privilegiada.

Rafael Arenas García
Universidad Autónoma de Barcelona