

GRUPOS DE EMPRESAS Y ARMONIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA. LA PERSPECTIVA DE LA TUTELA DEL INVERSOR

JUAN IGNACIO RUIZ PERIS (España)

PONENCIA

El desarrollo de un espacio económico común –Unión Europea, Mercosur– exige la armonización de algunas de las normas nacionales que reglan la actividad económica. Entre estas normas se encuentran las de mercado de valores que regulan los mecanismos nacionales a través de los cuales los excedentes de riqueza de los individuos y corporaciones pueden ser dirigidos a la financiación de actividades productivas. En estos mercados la mayor parte de los valores que se negocian son emitidos por entidades integradas en un grupo de empresas. Entre los inversores –Bancos, Fondos de Pensiones, Fondos de Inversión Mobiliaria, Sociedades de Cartera– son también mayoritarios los vinculados a tales institutos. La ponencia estudia la armonización de las reglas nacionales respecto de la primera de estas cuestiones, esto es la presencia de las entidades integradas en un grupo como emisoras en el mercado. La primera parte identifica los distintos tipos de inversores existentes en el tráfico y su sometimiento al principio de igualdad. La segunda revisa las razones que dificultan la armonización, en tanto que la tercera se refiere a las cuestiones armonizadas y pendientes de armonización.

1) La unificación de un mercado exige la armonización de sus normas de mercado de valores.

2) En ausencia de reglas específicas en materia de grupos la inversión en valores emitidos por una entidad integrada en un grupo de empresas aumenta los riesgos del inversor.

3) En el caso de inversión en valores emitidos por instituciones de inversión, colectiva, el riesgo derivado de la pertenencia a un grupo se duplica respecto del riesgo asumido por el inversor independiente, en cuanto de una parte los valores que formen el fondo sean emitidos por entidades pertenecientes a un grupo, y en tanto la sociedad gestora del fondo esté integrada en un grupo.

4) Las normas del mercado de valores deben de tutelar la igualdad de los inversores en un doble sentido. En primer lugar dos inversores de un mismo valor deben tener las mismas oportunidades. En segundo lugar dos inversores de valores distintos del

mismo tipo, no deben de encontrarse en situaciones distintas en el mercado como consecuencia de que uno de los valores haya sido emitido por una sociedad independiente en tanto que el segundo lo haya sido por una sociedad integrada en un grupo de empresas.

5) Para lograr tal igualdad es necesario introducir y armonizar en los ordenamientos nacionales normas relativas a la información que debe hacerse pública respecto de los grupos a los que pertenecen las entidades emisoras, a la aplicación de las normas de *insider trading* a las informaciones sobre valores y entidades emisoras pertenecientes al grupo a los que se tenga acceso por los administradores, directivos y personal de otras entidades pertenecientes al grupo en el ejercicio de su actividad, y al reparto equitativo de la prima de control.

6) La Unión Europea necesita desarrollar más aún, sus normas relativas a los grupos en materia de *insider trading* y transmisión del control.

FUNDAMENTOS

1. Grupos de sociedades y mercados de valores

La mayor parte de los ordenamientos de los Estados miembros de la Unión Europea (UE) con excepción del alemán¹ y el portugués² no contienen una regulación societaria completa de los grupos de empresas.³

¹ Como es conocido la *Aktiengesetz* alemana de 1965 (*Aktiengesetz* del de setiembre de 1965 (BGBl. III 4121-1), contiene una serie de normas aplicables a las empresas vinculadas en sus parágrafos 15 a 21. Junto a ellas los parágrafos 291 y ss. establecen normas específicas para aquellos grupos —contractuales o de hecho— tenga la condición de empresa dominada. Estas normas han sido posteriormente aplicadas analógicamente por los Tribunales alemanas acasos en que la empresa dominada era una sociedad de responsabilidad limitada. La jurisprudencia en esta línea es abundante destacando las sentencias ITT (BGHZ 65,15), Gergais (Die AG 1980,47), Autokran (BGHZ 95,330), Supermarkt (BGHZ 105,16j8), Tiefbau (BGHZ 107,7), Video (BGHZ 115,187) o TBB (BGHZ 116,37). La doctrina alemana se ha planteado también aquellos casos en que la sociedad dominada tiene forma personalista —ver LÖFFLER, J.: *Die abhängige Personengesellschaft*, Heidelberg (Decker), 1988—, si bien no existe todavía una extensa jurisprudencia sobre la cuestión. La bibliografía alemana sobre grupos es extremadamente extensa. baste citar por todos EMMERICH, V.: SONNENSCHNEIN, J.: *Konzernrecht*, Munich (Beck), 5ª edic., 1993.

² El Código das Sociedades Comerciais portugués de 1986 (D.L. n° 262 del 2 de setiembre de 1986) incluye en sus Títulos I y VI normas societarias especiales para los grupos de sociedades aplicables a aquellos grupos en que la sociedad dominante tenga la condición de sociedad anónima, comanditaria por acciones o de sociedad de responsabilidad limitada. Respecto al ordenamiento portugués ver PINTO RIBEIRO, J. A.: "Die verbundenen Gesellschaften im neuen portugiesischen Handelsgesellschaftsgesetzbuch" en MESTMÄCKER, E. J./BEHRENS, P. (Hrsg.): "Das Gesellschaftsrecht der Konzerne im internationalen Vergleich", Baden-Baden (Nomos), 1991, pp. 203 y ss.

³ En este trabajo nos hemos decidido por utilizar el término grupo de empresas,

El fenómeno no ha pasado desapercibido, sin embargo, a los legisladores o a los titulares del poder reglamentario nacionales, que en múltiples preceptos toma en consideración su existencia.⁴ En el ámbito del mercado de valores las normas relativas a los grupos comienzan a poblar los decretos de desarrollo sin que aparentemente esta regulación fragmentaria parezca responder a un plan preciso y predeterminado. Origen de muchas de estas menciones a los grupos son las Directivas comunitarias⁵ influenciadas por la experiencia acumulada en el ordenamiento alemán —más rico en el tratamiento normativo de los problemas planteados por los grupos de sociedades—⁶ y británico —de mayor interés en lo relativo a la regulación del mercado de valores—.⁷

La mayoría de las entidades que emiten valores negociables forma parte de un grupo de empresas de carácter público o privado.⁸ Muchas de estas entidades controlan otras que también emiten valores negociables. Los problemas planteados por los grupos —legitimación del poder de dirección de la dominante, ampliación financiera

frente a otros posibles como grupo de sociedades o grupo de empresarios. La razón estriba en que como veremos seguidamente el grupo relevante es un grupo en el que pueden participar personas físicas o entidades emisoras que pueden tener carácter societario o no —p. ej., entidades de tipo fundacional—. Ello nos ha hecho eliminar, para evitar confusionismos el término grupos de sociedades.

⁴ Por sólo citar algunos de los más recientes ejemplos, puede verse el art. 10 de la ley 2/1995, del 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (LSRL) (BOE nº 71, del 24 de marzo, pp. 9181 y ss.) que establece el régimen de concesión de créditos y garantías a las sociedades pertenecientes al mismo grupo, introduciendo una nueva noción de grupo de sociedades (art. 10.2º LSRL), o el art. 29.1º del mismo texto legal que declara libre, salvo disposición contraria de los estatutos, la transmisión voluntaria de participaciones por actos *inter vivos* en favor de sociedades pertenecientes al mismo grupo que la transmitente.

⁵ Así, por ejemplo, las obligaciones de divulgar informaciones contables consolidadas en la actualización de informaciones semestrales que deben realizar las sociedades cotizadas contenida en la Circular 3/1994 de la CNMV tiene su origen en el art. 6 de la Directiva 82/121/CEE (DOCE L 48, del 20 de febrero de 1982, pp. 26 y ss.).

⁶ La experiencia alemana en la regulación de los grupos de sociedades es anterior a la Segunda Guerra Mundial. La Aktiengesetz de 1937 (AktG 1937) regulaba de forma fragmentaria los grupos de sociedades. Sobre la misma ver AAVV "Aktiengesetz: Großkommentar", Berlin (Walter de Gruyter & Co.), 1961, 2ª edic.

⁷ La experiencia británica es la más relevante en Europa en materia de mercado de valores como consecuencia de que la "City" haya sido y continúe siendo, con diferencia, la plaza financiera más importante de Europa. Respecto del desarrollo del derecho de grupos en el Reino Unido, ver PRENTICE, D. D.: "Das Recht der Gesellschaftsgruppe in Großbritannien", en LUTTER, M. (Hrsg.): "Konzernrecht im Ausland", ZGR Sonderheft 11, pp. 93 y ss.

⁸ En estos casos la entidad dominante puede también tener carácter social o no. Ejemplos de esta última posibilidad son los casos en que la entidad dominante o que tiene una participación relevante en el capital tiene carácter fundacional. Así sucede con los grupos de empresas cuya dominante es una Caja de Ahorros.

a través del llamado efecto telescópico,⁹ tutela de los acreedores de las entidades pertenecientes al grupo, y tutela de los accionistas minoritarios o externos al grupo de control—¹⁰ se presentan con mayor intensidad en el caso de grupos de empresas en los que la dominante, alguna/s de las entidades integradas en el grupo, o ambas, hacen llamamiento al ahorro público, solicitando y obteniendo la admisión a cotización de los valores por ellas emitidos.

En efecto, las entidades integradas en un grupo emiten valores de diversa naturaleza que pueden ser objeto de inversión o de especulación.

En el mercado existen valores e instrumentos que incorporan la condición de socio de una sociedad cotizada, un crédito contra la emisora, derechos que permiten al titular del valor negociable adquirir la condición de socio de una sociedad cotizada, o la condición de partícipe de un fondo de inversión.

Atendiendo a la naturaleza del derecho incorporado al valor mobiliario objeto de su inversión, podemos distinguir cuatro figuras de inversores:

1.1. El socio inversor

Los socios-inversores son socios, puesto que la adquisición de valores mobiliarios negociables que representan una parte del capital de una sociedad cotizada los convierte en tales. Como socios asumen limitadamente el riesgo de la actividad empresarial realizada en ejecución del objeto social. Como inversores, toman posiciones en un mercado secundario y pretenden obtener los mejores rendimientos de su inversión a corto, medio o largo plazo.

No todo socio de una sociedad mercantil tiene la condición de socio-inversor, ya que no todas las partes representativas del capital de una sociedad, o de la condición de socio de la misma, tienen carácter de valor negociable. Tan sólo las acciones emitidas por sociedades anónimas o comanditarias por acciones son generalmente reconocidas como valores mobiliarios susceptibles de cotización por los distintos ordenamientos nacionales del mercado de valores de los Estados miembros de la UE.

Son socios inversores, por tanto, únicamente los titulares de acciones. En el caso de que las acciones representen el capital de una sociedad dominada cotizada, el socio inversor deviene socio externo—esto es ajeno al grupo de control—de una sociedad dominada y sometida por tanto al poder de dirección de la dominante.

⁹ Sobre el efecto telescópico ver SCHNEIDER, U. H.: "Das Recht der Konzernfinanzierung". ZGR 1984, pp. 497 y ss. Una acertada explicación del fenómeno en español, puede encontrarse en MASSAGUER, J.: "La estructura interna de los grupos de sociedades (Aspectos jurídico-societarios)", *Revista de Derecho Mercantil*, 1989, pp. 281 y ss. [289]).

¹⁰ Sobre la cuestión de los accionistas minoritarios en el grupo Ver EMBID IRUJO, J. M.: "Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situación de dependencia societaria y grupo", Madrid (Ministerio de Justicia), 1987.

1.2. El acreedor-inversor

Los acreedores-inversores, son acreedores puesto que adquieren valores negociables que incorporan un derecho de crédito contra la entidad emisora. Los valores negociables que incorporan un derecho de crédito contra la entidad emisora pueden tener variada naturaleza: obligaciones y valores análogos representativos de partes de un empréstito, emitidos por entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento implícito o explícito, los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o intereses de aquéllos, las letras de cambio, pagarés, las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, etc.

En el caso de que estos valores hayan sido emitidos por una entidad dominada, la titularidad de estos valores convierte al inversor que los adquiera en acreedor de una entidad dominada integrada en un grupo de empresas y sometida al poder de dirección de la entidad dominante.

El titular de los valores emitidos será acreedor de una sociedad dominada, como cualquier otro acreedor —p. ej.: un proveedor— de una sociedad dominada cotizada o no, pero además será un inversor. Esto es, un sujeto que participa en el mercado con la intención de lucrarse no sólo con el interés procedente de los créditos, sino a través de la adquisición y enajenación de los valores que los representan, antes de su vencimiento, lucrándose con las diferencias de valor en el mercado.

1.3. El titular de valores que dan derecho a convertirse en socio-inversor

Los titulares de estos valores tienen la condición de inversor y pueden convertirse en socios por su propia voluntad. Son titulares de valores, tales como derechos de suscripción *warrants* u otros análogos, que directa o indirectamente pueden dar derecho a la suscripción o adquisición de acciones representativas del capital de sociedades cotizadas a través de la emisión de una declaración de voluntad en la forma prevista en el acuerdo de emisión, de acuerdo con la ley y los estatutos. Esto es, a través del procedimiento de suscripción, de adquisición o de conversión.

El titular de estos derechos puede o no tener simultáneamente, la condición de acreedor de la entidad—sociedad, en este caso—, emisora, pero sea o no acreedor, y ejerce o no su derecho a adquirir la condición de socio de las emisoras, en su condición de inversor titular de valores emitidos por una entidad emisora dominada cotizada verá incrementarse los riesgos que asume como consecuencia del ejercicio del poder de dirección por parte de la dominante.

1.4. El partícipe inversor

Los titulares de participaciones en Fondos de Inversión, tienen la condición de inversor y ven repercutirse en su participación los riesgos derivados de la condición de socio o acreedor de una entidad emisora dominada que ostenta el Fondo.

Su inversión en participaciones en Fondos de Inversión Mobiliaria permitirá a un tercero –Sociedad Gestora del Fondo de Inversión Mobiliaria– ejercitar los derechos de un accionista-inversor de una sociedad cotizada.

Si la inversión se realiza en participaciones en fondos de inversión que no incluyan valores de renta variable, o caso de ser mixtos en la parte del fondo que no esté compuesta por valores de renta variable; el riesgo del partícipe será el del acreedor.

En el caso de la participación en fondos de inversión, el éxito o fracaso de la inversión del partícipe del fondo dependerá de la posición de acreedor o socio minoritario que el fondo mantiene respecto de la entidad emisora integrada en un grupo sin que por ello su participación en el fondo le confiera los derechos del acreedor o socio. Además la sociedad gestora del fondo puede formar parte de un grupo que puede ser el mismo o no que el de la entidad emisora de los valores que forman parte del Fondo.

En efecto, se admite, en general por los ordenamientos de los estados miembros de la UE que los Fondos inviertan en valores emitidos por entidades pertenecientes al mismo grupo de la sociedad gestora del Fondo. La inversión podrá realizarse con los únicos límites cuantitativos previstos en la legislación nacional sobre la concentración de riesgos en valores emitidos por entidades integradas en un mismo grupo,¹¹ o sobre las concentraciones de riesgos de instituciones de inversión colectiva pertenecientes a un mismo grupo en valores emitidos por una misma entidad.¹²

El partícipe-inversor soportará por tanto un doble riesgo derivado de la existencia de grupos de sociedades. El común de un socio-inversor o un acreedor-inversor, derivado de la pertenencia a un grupo de la entidad emisora de los valores que componen el Fondo, y del sometimiento de aquélla al poder de dirección de la dominante. Y el derivado de la pertenencia de la sociedad gestora del Fondo a un grupo de sociedades y del sometimiento de ésta al poder de dirección de la sociedad dominante, en particular en cuanto se refiere a la elección de las inversiones del Fondo.

Independientemente de su condición de socio, acreedor o partícipe, quien adquiere valores mobiliarios negociables, tiene una condición común, la de inversor. Sólo la tutela del inversor corresponderá a las normas de mercado de valores, en tanto que la tutela del accionista externo, o del acreedor de la entidad dominada corresponderá al derecho de sociedades o en general al derecho de las empresas.

En su condición de inversores las personas o entidades que adquieren valores mobiliarios en el mercado, y entre ellos participaciones en el capital de las sociedades

¹¹ En España, en particular, ningún fondo de inversión podrá tener invertido en valores emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo más del 15 por 100 del activo del Fondo (art. 4.1.c. LIIC).

¹² En España, la suma de las inversiones de las sociedades de inversión mobiliaria pertenecientes a un mismo grupo y de los fondos de inversión gestionados por sociedades en las que se dé la misma circunstancia no podrá rebasar el 15 por 100 de los valores en circulación de una entidad determinada (art. 4.2.b. LIIC).

cotizadas, pretenden lucrarse a través de las diferencias de precio de adquisición y enajenación de los valores objeto de su inversión.

El inversor en el mercado puede incluir en su cartera valores emitidos por una entidad cotizada integrada en un grupo junto con valores mobiliarios emitidos por entidades que no forman parte de un grupo. Para el inversor no es esencial que el valor en el que invierte otorgue o no la condición de accionista o acreedor de una entidad, perteneciente a un grupo o no, sino las características de mercado —estabilidad, liquidez, rentabilidad— que le son propias.

Estas características —en el caso de entidades integradas en un grupo— dependerán en muchas ocasiones de la política del grupo. En particular si la entidad emisora está dominada por otra, las características de los valores emitidos dependerán de las directivas impartidas a los administradores de la entidad dominante del grupo. Dependerán en definitiva del ejercicio del poder de dirección en el seno del grupo, consecuencia muchas veces de los avatares económicos de otras sociedades pertenecientes al grupo, distintas de la emisora en un grupo de empresas es, por tanto, un dato extremadamente relevante para el inversor.

La tutela del inversor en valores emitidos por una entidad emisora, perteneciente a un grupo, plantea el problema del mantenimiento de la igualdad entre el inversor que invierte en valores emitidos por entidades no integradas en un grupo de empresas y el que invierte en valores emitidos por entidades que forman parte de un grupo. Los mayores riesgos asumidos por el inversor que adquiere valores emitidos por una entidad integrada en un grupo justifican el establecimiento de mecanismos complementarios de tutela del interés del inversor en el caso de emisores pertenecientes a un grupo.

Estos mecanismos deben de ser adecuados al sujeto tutelado —inversor— y al interés que se pretende tutelar —igualdad de los inversores en el mercado—. La tutela del inversor en valores emitidos por una entidad integrada en un grupo se resumirá muchas veces en mecanismos de publicidad que le permitan estar debidamente informado a la hora de tomar la decisión de adquirir valores emitidos por una entidad o de enajenarlos —reglas relativas a las informaciones que deben proporcionar una entidad al ser admitidos los valores que emite a cotización—, y en las divulgaciones que periódicamente o como consecuencia de la realización de ofertas públicas de emisión, venta o adquisición, debe proporcionar, o en mecanismos que le permitan estar en un plano de igualdad respecto de las informaciones sobre las cuales adopta sus decisiones frente a los restantes inversores —reglas relativas al uso de información privilegiada—, o al reparto equitativo de la prima de control —reglas de ofertas públicas de adquisición—.

La tutela del inversor se actúa, en primer lugar, a través de los mecanismos de publicidad e información previstos en el Derecho del mercado de valores sobre la existencia, composición y características del grupo al que pertenece la sociedad emisora, así como sobre la posición que la emisora ocupa en el mismo.

Estas informaciones deben presentarse en distintos momentos. Cuando los valores emitidos por la entidad perteneciente al grupo vayan a comenzar a negociarse en el mercado. Cuando se pretenda enajenar valores ya emitidos y admitidos a cotización a través de una oferta pública de venta. O cuando se pretenda adquirir participaciones significativas o una participación de control en una sociedad cotizada.

Junto a ellas, las normas relativas al uso de información privilegiada en el mercado y al reparto de la prima de control son las que más directamente pueden tutelar la igualdad de los inversores en el mercado.

2. *Problemas planteados para la armonización de las normas del mercado de valores relativas a los grupos*

La armonización de las normas relativas a la tutela de la igualdad de los inversores en el mercado, no es, sin embargo, tarea fácil. La armonización de las normas del mercado de valores relativas a los grupos presenta grandes dificultades en el ámbito de la UE como consecuencia de las siguientes razones:

a) Diversidad originaria de los distintos ordenamientos nacionales

En el ámbito de los grupos de sociedades, existen estados miembros que poseen un derecho societario completo de grupos (Alemania, Portugal), otros que se limitan a reconocer su existencia y a regularlos de forma fragmentaria (España, Francia, Italia, Bélgica), en tanto que un tercer grupo es más proclive a dar relevancia jurisprudencial a su existencia en la aplicación de las normas generales (Reino Unido).

La tendencia a la regulación de las cuestiones relativas a los grupos es fuertemente defendida por Alemania, en tanto que otros países, y en particular el Reino Unido y Francia prefieren limitar al máximo las posibles regulaciones.

b) Pluralidad de concepciones político económicas

La lucha entre reguladores y desreguladores obedece también a consideraciones de tipo político económico propias de la ideología de cada gobierno de un estado miembro. La coexistencia de gobiernos conservadores, socialdemócratas y demócrata-cristianos en distintos Estados miembros dificulta —aunque no de forma extrema— la consecución de acuerdos.

c) Pluralidad de tradiciones jurídico-culturales

Las relaciones de las distintas nacionales que forman parte de la UE con el Derecho son muy distintas. La coexistencia de dos sistemas —*common law* y “derecho continental”— dificulta la consecución de soluciones aceptables para todos y que puedan introducirse en los diferentes sistemas nacionales sin que creen distorsiones. La

mayor o menor permeabilidad de la cultura jurídica nacional a las influencias exteriores —y en particular a las de los USA— marca también grandes diferencias.

d) Diversidad de los mercados de valores nacionales

Los propios mercados de valores nacionales son muy distintos. Mientras que el mercado británico es ancho y las sociedades cotizadas no suelen tener la condición de dominadas, los mercados continentales son más estrechos y en ellos cotizan sociedades que tienen tal condición.

e) Diversidad de los mecanismos de regulación que poseen efectividad en cada sistema

Se observa que como consecuencia de la diferente tradición y experiencia jurídica, los mecanismos preferidos para establecer las normas del mercado de valores relativas a los grupos son distintos. Así mientras en el Reino Unido se observa una mayor tendencia regular las cuestiones a través de códigos de conducta o en general de códigos de autodisciplina, en el ámbito continental se prefiere hacer uso de la Ley o el Reglamento como norma de introducción. Mientras los países latinos suelen propugnar poderes administrativos fuertes, que autoricen las operaciones *ex ante* y controlen en forma continua los mercados, los ordenamientos de carácter germánico tienden más a fortalecer la revisión judicial *ex post*.

3. Directivas del mercado de valores que armonizan normativas nacionales relativas a los grupos

Hasta el momento las cuestiones relativas a la tutela de los inversores en valores negociados emitidos por una entidad perteneciente a un grupo se han armonizado en materia de divulgación de informaciones relativas a los grupos de los que forman parte las entidades emisoras, Directivas CEE 79/279,¹³ 80/390,¹⁴ 82/121,¹⁵ de divulgación de la titularidad de una participación significativa en el capital de una sociedad cotizada Directiva 88/627/CEE, del 12 de diciembre de 1988,¹⁶ sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en Bolsa, o de uso de información privi-

¹³ DOCE L 66, del 16 de marzo de 1979, pp. 21 y ss.

¹⁴ DOCE L 100, del 17 de abril de 1980, pp. 1 y ss., modificada por la Directiva 87/345 del Consejo, por la Directiva 90/211 del Consejo (DOCE L 112, del 3 de mayo de 1990, pp. 24 y ss.), y en último lugar por la Directiva 94/18 del Parlamento Europeo del Consejo, (DOCE L 135, del 30 de mayo de 1994, pp. 1 y ss.).

¹⁵ DOCE L 48, del 15 de febrero de 1982, pp. 26 y ss.

¹⁶ DOCE L 348, del 17 de diciembre de 1988, pp. 62 y ss.

legiada, Directiva del Consejo 89/592/CEE, del 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.¹⁷

4. *Problemas actuales pendientes de armonización*

Los problemas fundamentales a debate en estos momentos se refieren a la posible armonización de las informaciones que deben proporcionarse por la entidad emisora, a la aplicación de las reglas del *insider trading* respecto de informaciones obtenidas por administradores o accionistas de sociedades pertenecientes al mismo grupo que la emisora y al reparto de la prima de control en el supuesto de adquisición del control o cambio de controlante. Respecto de la primera cuestión el debate está totalmente estancado, respecto de la segunda la Propuesta modificada de decimotercera Directiva del Consejo en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición.¹⁸ En materia de adquisición del control y reparto de la prima de control los obstáculos fundamentales se presentan respecto del establecimiento de supuestos de OPA obligatoria en para adquirir determinada participación en la sociedad, en los derechos y obligaciones de la sociedad afectada y de sus directivos; en los impedimentos para el uso de información privilegiada, en la obligatoriedad de la intervención de una institución financiera, en la actuación de la autoridad supervisora y en el porcentaje de valores emitidos por la sociedad afectada que debe ser objeto de adquisición mínima u obligatoria por el oferente.

CONCLUSIONES

- 1) La unificación de un mercado exige la armonización de sus normas de mercado de valores.
- 2) En ausencia de reglas específicas en materia de grupos la inversión en valores emitidos por una entidad integrada en un grupo de empresas aumenta los riesgos del inversor.
- 3) En el caso de inversión en valores emitidos por instituciones de inversión colectiva, el riesgo derivado de la pertenencia a un grupo se duplica respecto del riesgo asumido por el inversor independiente, en cuanto de una parte los valores que forman

¹⁷ DOCE L 334, del 18 de noviembre de 1989, pp. 30 y ss.

¹⁸ DOCE C 240, del 26 de setiembre de 1990, pp. 7 y ss. Sobre las cuestiones relativas a la armonización en materia de OPAs ver HOPT, K. J.: "European Takeover Regulation: Barriers to and Problems of Harmonizing Takeover Law in the European Community", en *European Takeovers*, Londres (Butterworths), 1992, pp. 165 y ss.; íd. "La regulación europea sobre ofertas públicas de adquisición", en *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Madrid (Deusto), 1992, pp. 19 y ss. WYMEERSCH, E.: "Problems of the Regulation of Takeover Bids in Western Europe: A Comparative Survey", en *European Takeovers*, Londres (Butterworths), 1992, pp. 95 y ss.

el fondo sean emitidos por entidades pertenecientes a un grupo, y en tanto la sociedad gestora del fondo esté integrada en un grupo.

4) Las normas del mercado de valores deben de tutelar la igualdad de los inversores en un doble sentido. En primer lugar dos inversores de un mismo valor deben tener las mismas oportunidades. En segundo lugar dos inversores de valores distintos del mismo tipo, no deben de encontrarse en situaciones distintas en el mercado como consecuencia de que uno de los valores haya sido emitido por una sociedad independiente en tanto que el segundo lo haya sido por una sociedad integrada en un grupo de empresas.

5) Para lograr tal igualdad es necesario introducir y armonizar en los ordenamientos nacionales normas relativas a la información que debe hacerse pública respecto de los grupos a los que pertenecen las entidades emisoras, a la aplicación de las normas de *insider trading* a las informaciones sobre valores y entidades emisoras pertenecientes al grupo a los que se tenga acceso por los administradores, directivos y personal de otras entidades pertenecientes al grupo en el ejercicio de su actividad, y al reparto equitativo de la prima de control.

6) La Unión Europea necesita desarrollar más aún sus normas relativas a los grupos en materia de *insider trading* y transmisión del control.