

El obligado reconocimiento de las acciones de voto múltiple para las cotizadas en sistemas multilaterales de negociación

La Directiva 2024/2810, de 23 de octubre, sobre estructuras de acciones de voto múltiple para las sociedades que solicitan la admisión de sus acciones en un sistema multilateral de negociación habrá de ser incorporada al derecho español antes del 5 de diciembre del 2026.

REYES PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

1. Introducción

En más de la mitad de los países miembros de la Unión Europea es posible emitir acciones que no respeten la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto. Entre los últimos Estados que han modificado su derecho para reconocer —con mayor o menor alcance— las acciones de voto múltiple, destacamos Alemania (ZuFinG de 15 de diciembre del 2023), Italia (Ley 21/2024, de 5 de marzo) y Francia (Ley 2024-537, de 13 de junio). En España no es posible la emisión de acciones que no respeten la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto (arts. 96.2 y 188.2 LSC) al margen de las acciones de voto doble por

lealtad previstas para la sociedad cotizada (Ley 5/2021, de 12 de abril), *loyalty shares* que no han tenido especial éxito al haber sido reconocidas estatutariamente sólo por cuatro cotizadas en el mercado continuo. *Grosso modo* es de aplicación la regla «una acción, un voto», al margen, claro es, de la posibilidad de limitación estatutaria del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista (art. 188.3 LSC). Pero sí es posible crear una clase de acciones (o varias) que otorguen tantos derechos de voto como proporcionalmente supere su valor nominal al de las acciones que conceden un único derecho voto, como ilustra algún caso reciente en la Bolsa española (por ejemplo, acciones de la clase A con un valor nominal

de cinco euros conceden cinco votos frente a las acciones de la clase B con valor nominal de un euro que otorgan un voto). Ello no conculca los citados artículos 96 y 188 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC).

Las acciones de voto adicional por lealtad quedan expresamente al margen de la «Directiva 2024/2810 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre, relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación», publicada en el *Diario Oficial de la Unión Europea* de 14 de noviembre.

Se trata de una directiva de mínimos

La incorporación de esta norma al derecho español en un plazo máximo de dos años desde su entrada en vigor —el 5 de diciembre del 2024— va a suponer el reconocimiento de las acciones de voto múltiple al mismo valor nominal, esto es, la derogación de la prohibición contenida en el artículo 96.2 de la Ley de Sociedades de Capital: «No podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia».

El alcance que vaya a darse al reconocimiento de estas estructuras de voto múltiple (en expresión del legislador europeo) es cuestión de política legislativa que habrá de resolverse en la futura tramitación de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital: bien admitir las acciones de voto múltiple

únicamente para las sociedades que soliciten la admisión de sus acciones a negociación en un sistema multilateral de negociación —que es el ámbito de aplicación de la directiva—, bien extender esta posibilidad a las cotizadas en el mercado regulado, o incluso, a todas las sociedades anónimas españolas.

2. Finalidad y ámbito de aplicación de la directiva

La norma europea pretende favorecer el acceso a la financiación de las pymes a través de los mercados de valores, en concreto, de los sistemas multilaterales de negociación (SMN), categoría distinta de los mercados regulados, que en España, para las acciones, son las Bolsas de Valores. Si de «aumentar el atractivo de la cotización» se trata, es necesario eliminar «barreras normativas» que dificultan el acceso de la pyme a estos sistemas multilaterales de negociación. Refiere el considerando segundo de la directiva que «[e]l miedo a perder el control sobre la sociedad constituye un importante factor disuasorio para los accionistas de control a la hora de acceder a un mercado público, como un SMN. La admisión a cotización suele implicar la dilución de la propiedad para los accionistas de control, lo que reduce su influencia en la toma de decisiones importantes de inversión y funcionamiento». De lo que se trata, pues, es de permitir que «los accionistas de control conserven el control de la sociedad tras acceder a los SMN, lo que incluye los mercados de pymes en expansión», salvaguardando al mismo tiempo los derechos de los minoritarios.

La posibilidad de mantener el control puede reconocerse jurídicamente a través de

lo que la directiva denomina *estructura de acciones con derecho de voto múltiple (AVM)*, estructura que implica al menos dos clases de acciones, cada una de ellas con un número diferente de votos por acción y de la que se excluyen aquellas en las que las diferencias en los derechos de voto estén determinadas únicamente por los diferentes valores nominales de las acciones, como en el ejemplo expuesto al principio de este análisis. También quedan excluidas del ámbito de aplicación de la norma las estructuras que incluyen acciones sin voto o las acciones con derecho de veto.

El artículo 1 proclama el objeto y ámbito de aplicación de la directiva: el establecimiento de «normas comunes sobre las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple (AVM) en sociedades que soliciten la admisión a cotización de sus acciones en sistemas multilaterales de negociación (SMN), lo que incluye los mercados de pymes en expansión, y que no tengan acciones que ya estén admitidas a cotización en un SMN o en un mercado regulado». Esto es, se impone a los Estados miembros el reconocimiento de las acciones de voto múltiple en los casos de solicitud de admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación, que no necesariamente ha de ser un mercado de pymes en expansión, de forma que queda a elección de la sociedad anónima —no necesariamente pyme— el recoger estatutariamente el derecho de voto múltiple con los requisitos establecidos en la norma. Decimos que no es necesario que tenga la condición de pyme la sociedad que solicita la admisión de sus acciones en un sistema multilateral de negociación incluso cuando estemos ante un mercado de pymes en expansión de los previstos por la MiFID II (art. 33). En efecto: estos *SME growth markets* (mercados de pymes en expansión) exigen, para mantener la

condición de tales, que al menos el 50 % de las sociedades cotizadas en ellos sean pymes, por lo que el resto pueden ser sociedades anónimas de mayor tamaño que también se beneficiarán de la posibilidad de reconocimiento de estructuras de voto múltiple. Está por ver si esta reforma atrae no sólo a pymes, sino también a grandes empresas, a los sistemas multilaterales de negociación españoles. Si bien el ámbito de la norma no se refiere a las anónimas con estructuras de voto múltiple ya cotizadas en sistemas multilaterales de negociación (lo que no es posible hoy en esta clase de mercados españoles), la directiva establece también para ellas unas obligaciones de información en su artículo 5, obligaciones a las que nos referiremos más adelante.

3. Requisitos para el reconocimiento estatutario de las acciones de voto múltiple

Con carácter previo a la admisión a negociación en un sistema multilateral, la sociedad ha de prever en sus estatutos esta clase de acciones (el artículo 3 de la directiva se refiere a la adopción del acuerdo de una estructura de voto múltiple en junta general por mayoría reforzada conforme al derecho interno). En aras de la protección del socio, si la sociedad contara con varias clases de acciones, el acuerdo «también se someterá a una votación independiente para cada clase de acciones cuyos derechos se vean afectados», previsión contenida como mecanismo de tutela de la minoría con carácter general en el artículo 291 de nuestra Ley de Sociedades de Capital. Si bien el derecho interno ha de recoger la posibilidad de acciones de voto múltiple en las sociedades que solicitan la admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación, el texto permite condicionar su existencia al acuerdo de admisión a negociación de las

La norma prevé mecanismos de tutela del socio minoritario

acciones en un sistema multilateral adoptado por su organismo gestor.

Se prohíbe a los Estados miembros condicionar «la adopción de una estructura de AVM a la concesión de mayores derechos económicos para las acciones sin derechos de voto adicionales» (art. 3.1. *in fine*).

Una de las cuestiones más controvertidas a lo largo de la tramitación de la directiva fue la relativa a los mecanismos de tutela de un socio minoritario de la sociedad que solicita la admisión de sus acciones en un sistema multilateral de negociación. Los países con reconocimiento legal de las acciones de voto múltiple consideraron que algunas de las medidas propuestas con carácter imperativo en la propuesta de directiva conculcaban su derecho societario, además de no favorecer, en su opinión, el acceso a la financiación de la sociedad a través de los mercados de valores. Así, el Comité de Gobierno Corporativo, en un comunicado de noviembre del 2023, citaba por ejemplo el establecimiento de un número máximo de votos por acción o la previsión, finalmente no incluida, de la preceptiva exclusión del cómputo de estos derechos de voto múltiple para la adopción de determinados acuerdos sociales. En la versión final de la norma queda a la discreción de la sociedad la inclusión de estas cláusulas estatutarias.

De esta forma, el artículo 4 («salvaguardias») ofrece varias posibilidades a los Estados miembros en lo que respecta a la tutela de los minoritarios a la hora de modificar su derecho societario para incorporar el contenido de la directiva. Si bien el principio general es el de la limitación de los efectos del voto múltiple en la adopción de acuerdos por la junta general, esta limi-

tación de efectos requiere, como mínimo, la introducción de una de las siguientes medidas: bien una «ratio máxima entre el número de votos vinculados a las AVM y el número de votos correspondiente a las acciones con los menores derechos de voto», bien que los *quorum* reforzados para la adopción de acuerdos exigidos por el derecho interno lo sean de alguna de las dos formas siguientes:

- a) o por la mayoría cualificada prevista en el derecho interno «tanto de los votos emitidos como del capital social representado en la junta general o del número de acciones representadas en la junta general» (en el derecho danés, por ejemplo, el 90 % de los votos y el 90 % del capital presente o representado en la junta);
- b) o por la mayoría cualificada prevista en el derecho interno de los votos emitidos y votación separada para cada clase de acciones cuyos derechos se vean afectados.

Esencial en esta materia (establecimiento de mayorías reforzadas o cualificadas para la aprobación de acuerdos sociales) es la exclusión de este régimen en los acuerdos relativos al nombramiento y cese de los administradores (a «miembros de los órganos de administración, dirección y supervisión de la sociedad» se refiere la directiva), así como en los referidos a «las decisiones operativas que deban adoptar dichos órganos y que se sometan a la aprobación de la junta general». La directiva no aclara qué se entiende por *decisiones operativas* que se someten a la aprobación de la junta gene-

ral; habrá de esperarse a la transposición de la norma para conocer el alcance de esta exclusión de los votos múltiples en el cómputo en estos acuerdos ligados al mantenimiento del control de la sociedad por el accionista o grupo mayoritario.

En todo caso, como regla de armonización de mínimos, el reconocimiento estatutario de las acciones de voto múltiple requiere las mayorías reforzadas previstas en el derecho interno y que el acuerdo se someta a una votación independiente para cada clase de acciones cuyos derechos se vean afectados.

Por otra parte se reconoce a los Estados miembros la facultad de recoger en su derecho interno «salvaguardias adicionales para garantizar la protección adecuada de los intereses de los accionistas que no sean titulares de AVM», tales como la previsión estatutaria de extinción de los derechos de voto múltiple (*sunset clauses*) por el transcurso del tiempo (caducidad), por transmisión de las acciones, fallecimiento, incapacidad o jubilación de su titular, o por el acaecimiento de determinadas circunstancias no detalladas en la norma que habrá de concretar, entendemos, la propia sociedad.

4. Obligaciones de información

Con el fin de que el inversor cuente con la suficiente información para adoptar sus decisiones de forma razonada, el artículo 5 de la directiva rubricado «Transparencia» obliga a las sociedades que soliciten su admisión en un sistema multilateral de negociación (y también a las que ya cotizan en ellos, lo que no es el caso español) a informar, ya en el folleto, ya en el documento de admisión, acerca de los siguientes aspectos:

- a) la estructura de las acciones de la sociedad, con información detallada sobre cada clase, incluidas las acciones no admitidas a cotización;
- b) cualquier restricción a la transmisión de acciones o restricción de los derechos de voto, incluidos en ambos supuestos los pactos parasociales «de los que tenga conocimiento la sociedad y que puedan dar lugar a tales restricciones»;
- c) la identidad, si la sociedad la conoce, de los accionistas titulares de acciones con derechos de voto múltiple que representen más del 5 % de los derechos de voto de todas las acciones de la sociedad, y de las personas físicas o entidades jurídicas facultadas para ejercer derechos de voto en nombre de dichos accionistas, cuando proceda.

Respecto a las restricciones de los derechos de voto, aclara el considerando 17 (no el artículo de la directiva) que ha de informarse también acerca de las limitaciones de los derechos de voto consistentes en el número máximo de votos que puede emitir un socio, los plazos impuestos al ejercicio del derecho de voto o los sistemas en los que los derechos económicos vinculados a las acciones sean independientes de la titularidad de éstas, en una transcripción prácticamente literal del artículo 29-H, letra f, del Código de Valores Mobiliarios de Portugal, precepto dedicado al contenido del informe anual de gobierno corporativo de la cotizada en el mercado regulado portugués.

Las modificaciones de esta información han de reflejarse en el informe financiero anual, aunque probablemente se hayan hecho públicas con anterioridad, ya como información privilegiada, ya como

otra información relevante en cumplimiento de la normativa sobre abuso de mercado.

Por otra parte, se mandata a la Autoridad Europea de Valores y Mercados para elaborar, en un plazo de doce meses desde la entrada en vigor de la directiva, proyectos de normas técnicas respecto a la identificación de las acciones de las sociedades con estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en su cotización en el o en los sistemas multilaterales, así como la forma en la que las sociedades han de informar a las empresas de servicios de inversión y a las gestoras del sistema multilateral de negociación de estas estructuras de acciones con derechos de voto múltiple.

5. Revisión

A diferencia de las otras reformas de carácter eminentemente financiero incardinadas también en la Listing Act (régimen

La sociedad configurará estatutariamente las acciones con derechos de voto múltiple

del folleto, abuso de mercado y MiFID II), esta directiva fue aprobada en el Parlamento con el voto favorable de apenas el 50 % de los emitidos, ciento dieciocho votos en contra y ciento catorce abstenciones. Por ello el artículo 6 impone a la Comisión Europea la obligación de presentar un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la aplicación y la eficacia de esta directiva, así como sobre la conveniencia de ampliar su ámbito de aplicación (se entiende, a los mercados regulados) en el plazo máximo de cuatro años a partir de la entrada en vigor de la norma. La norma es un avance en la armonización del derecho de sociedades anónimas en la Unión Europea, al menos para las cotizadas en sistemas multilaterales, pero aún son muchas las diferencias entre las distintas jurisdicciones en materia de acciones de voto múltiple.