

Consideraciones sobre la finalidad y contenido de la Directiva 2024/2810 relativa a estructuras de acciones con derechos de voto múltiple

(Considerations on the purpose and content of Directive 2024/2810 on share structures with multiple voting rights)

Benjamín Peñas Moyano

Profesor Titular de Universidad

Derecho Mercantil, del Trabajo e Internacional Privado

Facultad de CC.EE.EE.

Universidad de Valladolid

Sumario: 1. Introducción. 2. Objetivo(s) de la Directiva AVM. 3. Ámbito de aplicación de la Directiva AVM: sociedades por acciones y SMN. Extensión de la figura de las AVM para fines distintos. 4. Acciones con derechos de voto múltiple y estructuras de acciones de voto múltiple. 5. Sobre el régimen jurídico dispuesto por la Directiva para las AVM. 6. Reflexiones y conclusiones. 7. Bibliografía citada.

Resumen: Las acciones de voto múltiple constituyen una forma de mecanismo de mejora del control que puede incentivar el acceso a la financiación directa en los mercados de valores. La Directiva 2024/2810/UE impone a los Estados miembros una armonización mínima, pues les obliga a reconocer, al menos, el derecho de las sociedades que solicitan por primera vez la admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación a adoptar estructuras de acciones de voto múltiple, siempre y cuando cumplan con determinados requisitos y salvaguardias. Con ello, se pretende reducir las actuales diferencias entre las normativas nacionales sobre la cuestión de las AVM, potenciar el atractivo de los SMN y diversificar las opciones de financiación, especialmente para las pymes.

Palabras clave: regla una acción-un voto, instrumentos de mejora del control (CEM), acciones de voto múltiple, sistemas multilaterales de negociación (SMN), pequeñas y medianas empresas (pymes).

Abstract: Multiple voting shares are a form of control-enhancing mechanism that can incentivize access to direct financing in the securities markets. Directive 2024/2810/EU requires Member States to implement minimum harmonization measures, requiring them to recognize, at the very least, the right of companies seeking admission to trading on a multilateral trading facility (MTF) for the first time to adopt multiple voting share structures, provided they comply with certain requirements and safeguards. This is intended to reduce the current differences between national regulations on the issue of multiple voting rights, enhance the attractiveness of MTFs, and diversify financing options, especially for SMEs.

Key words: one share-one vote rule, control enhancing mechanisms (CEMs), multiple voting shares, multilateral trading facilities (MTFs), small and medium-sized enterprises (smes).

1. Introducción

El presente escrito tiene por finalidad exponer y comentar la regulación contenida en la Directiva (UE) 2024/2810 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, relativa a estructuras de acciones con derechos de voto múltiple (AVM) en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación (SMN), y que no tengan acciones que ya estén admitidas a cotización en un SMN o en un mercado regulado.

No podemos evitar comenzar con referencias literales a los Considerandos de la Directiva, pues expresan de modo muy claro qué son las AVM, qué función se espera realicen las AVM para aumentar el atractivo de la cotización en centros de negociación dirigidos principalmente por pequeñas y medianas empresas¹, y qué pretende la Unión Europea con el dictado de una norma como la Directiva referida.

1 Como son los mercados de pymes en expansión y otros sistemas multilaterales de negociación (SMN).

Como señala muy claramente su Considerando 4, *“una estructura de AVM implica al menos dos categorías distintas de acciones, cada una de ellas con un número diferente de votos por acción. En este tipo de estructura, al menos una de las clases de acciones tiene un número de votos por acción inferior al de otra(s) clase(s) de acciones con derechos de voto. Una acción con un número mayor de votos es una AVM”*.

La estructura de AVM es una forma de mecanismo de mejora del control, que posibilita que los accionistas de control mantengan el poder de decisión en una entidad al mismo tiempo que obtienen financiación en los mercados públicos (señala también ese Considerando 4 citado). Como es bien sabido, *“el 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”* (Considerando 2).

La Unión Europea (UE) quiere que todas las sociedades, y no sólo aquellas de los países de su ámbito que ya lo permiten, puedan adoptar las estructuras de capital y gobierno que mejor se adapten a sus necesidades, *“también posibilitando 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, al mismo tiempo que disfrutan de los beneficios asociados a la cotización en dichos SMN”* (Considerando 3), una posibilidad que no debe estar supeditada al otorgamiento de mayores derechos económicos para aquellas acciones que no sean AVM (Considerando 8), pero, eso sí, *“siempre que se sigan salvaguardando los derechos de aquellos accionistas que sean titulares de acciones con menos derechos de voto”* (Considerando 3). Básicamente, de esto es de lo que trata la Directiva (UE) 2024/2810.

Efectivamente, el 8 de octubre de 2024, el Consejo de la UE, como último paso del proceso decisorio antes de su firma el 23 de octubre de 2024 por los presidentes del Parlamento Europeo y del Consejo para su posterior publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea y consecuente entrada en vigor veinte días después, adoptó el *Listing Act*, un paquete legislativo diseñado para simplificar y hacer más atractivo el acceso de las empresas a los mercados de capitales de UE, especialmente para las pymes, para, en última instancia, que puedan diversificar sus fuentes de financiación y así reducir el nivel de bancarización de la economía de la Unión.

Una de las normas incluidas en ese *Listing Act* es la Directiva (UE) 2024/2810 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que buscan la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación (en adelante, SMN) por primera vez (la Directiva sobre Acciones con Derechos de Voto Múltiple (en adelante, AVM)), publicada en el DOUE (ES Serie L) el 14 de noviembre de 2024, que entró en vigor a los veinte días de esa publicación (artículo 8 de la Directiva), y que deberá ser incorporada a nuestro ordenamiento jurídico interno, como al resto de los ordenamientos de los diferentes países integrantes de la UE, a más tardar, el 5 de diciembre de 2026 (artículo 7.1 de la Directiva), cuando los Estados miembros habrán debido poner en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en tal Directiva.

La aplicación y alcance de la Directiva 2024/2810 deberán ser revisados por la Comisión, a más tardar, el 5 de diciembre de 2028, basándose en la información que los Estados miembros tendrán que enviar, como muy tarde, el 5 de diciembre de 2027 (artículo 6 de la Directiva), para tener en cuenta los cambios del mercado y la evolución en otros ámbitos del Derecho de la Unión o la experiencia de los Estados miembros en la aplicación de la presente Directiva, y evaluar, entre otras cosas, la conveniencia de ampliar su ámbito de aplicación (reza el Considerando 22).

Dado que las estructuras de AVM están permitidas en algunos Estados miembros, mientras que en otros están prohibidas², esta Directiva busca reducir las actuales diferencias entre las normativas nacionales para así minorar las desigualdades para las empresas que buscan recaudar fondos en los SMN mediante el establecimiento de una «armonización mínima» en el mercado único que elimine los obstáculos que se derivan de las barreras reglamentarias. En consecuencia, la Directiva AVM introduce en la UE una «armonización mínima» de regulación de las estructuras

2 Sobre las razones que condujeron a la existencia en el seno de la UE de ordenamientos jurídicos que permiten las estructuras de AVM mientras otros no, básicamente ligadas a la imposibilidad de que la Comisión hiciera de la regla «una acción, un voto» un principio único aplicable a todos los Estados miembros, puede consultarse Recalde Carballido, M., La aprobación de la directiva sobre acciones de voto múltiple, en *Diario LA LEY*, n° 10602, Sección Tribuna, 6 de noviembre de 2024, pp. 2 y 3. Ese mismo autor escribe que la Directiva sobre acciones de voto múltiple “*culmina el cambio en la política de la UE respecto al establecimiento de estructuras que permitieran la desproporción entre el capital invertido en la sociedad y el derecho de voto*” (p. 2) y “*que la Unión Europea haya pasado de ser pasiva ante el desarrollo de las legislaciones nacionales en materia de estructuras de voto múltiple, al tratar de armonizar este proceso mediante la aprobación de una Directiva*” (p. 3).

de AVM de las sociedades que solicitan la admisión a negociación en un SMN por primera vez, obligando a los Estados miembros a reconocer, al menos, el derecho de las sociedades que soliciten la admisión a negociación en un SMN por primera vez a adoptar estructuras de AVM, siempre que cumplan con determinados requisitos de aprobación, salvaguardias diversas y ciertas obligaciones de transparencia, pues resulta evidente que la disociación entre la propiedad accionarial y el derecho de voto que las estructuras de acciones de voto múltiple generan puede poner en riesgo el interés de la sociedad y el de los accionistas externos.

Junto a esa necesaria y obligatoria armonización mínima señalada, la Directiva AVM autoriza a los Estados miembros a mantener o introducir una regulación que permita el uso de estructuras de AVM para otros fines distintos al referido. Por ejemplo, a sociedades cotizadas en mercados regulados o a sociedades cerradas que no tengan intención de solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado o SMN.

2. Objetivo(s) de la Directiva AVM

El artículo 1 de la Directiva AVM, rubricado Objeto y ámbito de aplicación, en su apartado 1, dice que *“La presente Directiva establece 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”*.

Ya anticipamos que existen diferencias sustanciales entre las disposiciones nacionales sobre las estructuras de AVM, estando permitidas en algunos Estados miembros³, mientras que en otros están prohibidas, generando asimetrías normativas y,

3 Suecia o Dinamarca, han permitido acciones con derechos de voto múltiple desde casi el principio de sus mercados de capitales. En Suecia, el porcentaje de sociedades cotizadas con estas estructuras accionariales se ha mantenido siempre por encima del 40 %, y en Finlandia y Dinamarca representan la mayoría de las sociedades cotizadas en bolsa en términos de capitalización bursátil (señala la Exposición de Motivos de la Propuesta de DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de pymes en expansión (Texto pertinente a efectos del EEE), p. 4. Bruselas, 7.12.2022). También los Países Bajos permiten a sus sociedades por acciones la utilización de estructuras de AVM; ilustrativo es el trabajo de Bove, M., Voto plurimo e nuove strategie societarie, en *Diritto Bancario*, publicado el 17 de junio de 2022 (disponible en <https://dirittobancario.it/art/voto-plurimo-e-nuove-strategie-societarie/>), quien estudia las razones de los numerosos casos de traslados de la sede social de importantes sociedades italianas (Fiat, Campari, Ferrari, Mediaset) desde Italia a los Países Bajos, razones

en consecuencia, una situación muy desigual en Europa en tal materia. En algunos Estados miembros esta prohibición se aplica a todas las sociedades, en otros la prohibición se limita a las sociedades con libre transmisibilidad de las acciones. Ello genera fragmentación en la UE en lo que respecta a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple, y en consecuencia una desigualdad de oportunidades para las sociedades de la UE a la hora de decidir si cotizan. De modo muy clarificador el Considerando 7 de la Directiva AVM dice que *“Las diferencias entre los regímenes nacionales crean obstáculos a la libre circulación de capitales dentro del mercado interior y crean unas condiciones de competencia desiguales para las sociedades de los distintos Estados miembros”*, pues *“Las sociedades de un Estado miembro que prohíba las estructuras de AVM tienen que trasladarse a otro Estado miembro o incluso fuera de la Unión, y afrontar por lo tanto costes más elevados, si desean adoptar una estructura de AVM con el fin de solicitar la admisión a cotización de sus acciones en un mercado”*; y no serán pocos los casos en los que *“debido a estos costes más elevados, las sociedades podrían decidir no recaudar fondos en los mercados públicos, lo que podría limitar sus oportunidades de financiación. Estas consideraciones son especialmente pertinentes para las pymes y las empresas emergentes que carecen de recursos financieros para cubrir esos costes”*. Obviamente, el establecimiento de un régimen jurídico común y mínimo (normas comunes) sobre las AVM en la UE tiene como objetivo prioritario evitar situaciones como las descritas, creando unas mismas condiciones de competencia para las sociedades por acciones de los distintos Estados miembros.

Por otro lado, con las estructuras de AVM se trata, además, de que los centros de negociación de los países de la UE resulten atractivos para los inversores, al ser un «mecanismo de mejora del control» que permite a los socios fundadores mantenerlo, e incluso incrementarlo, al tiempo que obtienen dinero a través de los mercados de valores, diversificando pues las opciones de financiación especialmente para las pymes, de tal modo que no sean tan dependientes de la procedente del sistema bancario. A la manera de lo que hacen, por ejemplo, los Estados Unidos de América, donde en el marco de su tradición marcadamente contractualista las AVM son

en gran parte vinculadas a la regulación muy permisiva que de las AVM se hace en ese país.

En resumidas cuentas, *“en más de la mitad de los países miembros de la Unión Europea es posible emitir acciones que no respeten la proporcionalidad entre el calor nominal y el derecho de voto”*, recuerda Palá Laguna, R., El obligado reconocimiento de las acciones de voto múltiple para las cotizadas en sistemas multilaterales de negociación, en *Análisis Derecho de Sociedades*, Gómez-Acebo & Pombo, p. 1, publicado el 15 de noviembre de 2024 (disponible en <https://ga-p.com/publicaciones/el-obligado-reconocimiento-de-las-acciones-de-voto-multiple-para-las-cotizadas-en-sistemas-multilaterales-de-negociacion/>)

reconocidas y han servido, desde ya los lejanos días de la salida a bolsa de Google en 2004, para atraer numerosas salidas a cotización en los mercados de valores de empresas tecnológicas, start-ups y empresas en crecimiento⁴.

Algunos Estados miembros de la UE, conscientes de la situación, se han adelantado en el tiempo al legislador europeo, dictando normativas de distinto alcance sobre estructuras de AVM. Así, Alemania, tradicionalmente contraria a la introducción de prácticas o estructuras que alteraran el principio de proporcionalidad, ha cambiado su postura y ha aprobado en 2023 la *Zukunftsfinanzierungsgesetz –ZuFinG–* en la que se reintroducen las Dual-Class shares, dando pues entrada en su ordenamiento a las estructuras de AVM.

Antes en el tiempo, en 2014, Italia ya había entronizado las *azioni a voto plurimo*, si bien sólo para las sociedades no cotizadas y con un número de votos como máximo de tres. En el 2024 ha incidido en la regulación de tales acciones autorizando su uso para las sociedades cotizadas y con un número de votos plurales mucho mayor que el previamente existente, pues las AVM han pasado de poder tener hasta tres votos a poder tener hoy hasta un número de diez. Así, el Código Civil de 1942, en su artículo 2351.4, cambiando lo que disponía el previo Código de Comercio de 1882, que sí permitía la emisión de acciones de voto múltiple para preservar el control de sociedades necesitadas de recapitalización (artículo 167.1), mantuvo la prohibición de emitir AVM⁵. Si bien la reforma del Derecho societario del año 2003, ampliando la autonomía estatutaria en este campo, introdujo los «instrumentos financieros participativos» (artículo 2346.6 Codice Civile), con derechos patrimoniales o políticos con exclusión del voto en la asamblea general, las acciones con derecho de voto subordinado a concretas cuestiones o a la verificación de condiciones no meramente potestativas y las acciones sin voto y sin simultáneas ventajas patrimoniales (artículo 2351.2 Codice Civile), la prohibición de las AVM dispuesta en el artículo 2351.4 permaneció, con lo que si bien el principio de la correlación entre riesgo y poder se redimensionó, no se anuló completamente, pues efectivamente

4 Sobre el origen y evolución de la figura en los EEUU, puede consultarse Fernández Torres, I., Una primera aproximación a la luz de la Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan su admisión a cotización, en *La Ley Mercantil*, nº 105, 2023.

5 Aunque consintiendo la creación de acciones de voto limitado, evolución que, en 1974, con el *Decreto-legge* de 8 de abril, dio entrada, pero solo para las sociedades cotizadas, a las *azioni di risparmio*, del todo privadas de voto y con necesarios privilegios patrimoniales, las cuales ya sí representaron una clara desviación del principio de una acción-un voto sobre el que se aposentaba la regulación del Código Civil italiano.

se permitía que el poder de voto fuese inferior al riesgo asumido por el accionista (por ejemplo, acciones sin voto), pero no se llegó a permitir entonces que el poder de voto fuese superior (como con las acciones de voto múltiple, cuya prohibición continuó).

No obstante, el legislador italiano ha terminado por emular experiencias foráneas de otros Estados miembros y ha ido introduciendo gradualmente las AVM. En este sentido, el primer paso en tal dirección llegó con la promulgación del *Decreto Competitività, Decreto Legge* del 24 de junio de 2014, n. 91, convertido posteriormente con modificaciones en la *Legge* de 11 de agosto de 2014, n. 116. Con esta nueva normativa de 2014 el legislador italiano introdujo las figuras de la *maggiorazione del voto* (acciones de lealtad) y de las *azioni a voto plurimo*, éstas últimas únicamente permitidas en las sociedades todavía no cotizadas, erosionando ya el viejo tabú del voto plural o múltiple, para tratar de colmar la distancia existente con otros ordenamientos jurídicos que ya habían dispuesto iniciativas de ese tipo⁶. A partir de entonces, en Italia se permitió emitir *azioni a voto plurimo*, pudiendo cada una tener hasta un máximo de tres votos, pero solo en sociedades no cotizadas⁷. Para, muy recientemente, con la *Legge* de 5 de marzo de 2024, n. 21, terminar finalmente por permitir las estructuras de AVM también en las sociedades cotizadas y aumentando el número de votos múltiples posibles desde el máximo de tres previamente vigente hasta un máximo de diez⁸.

En lo que atañe a Francia, y también muy recientemente, la *Loi* n. 2024-537, de 13 de junio de 2024, *visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France*, ha modificado el *Code de Commerce* introduciendo en el mismo un nuevo artículo L. 22-10-46-1 sobre acciones preferentes (así las llama), preferencia que está concebida en relación al derecho de voto, en el marco de la primera admisión a la negociación de las acciones de la sociedad en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación. Estas acciones preferentes sólo podrán ser creadas en beneficio de una o más personas

6 Aunque sin conseguirlo, como puede contrastarse en Vid. Bove, M., ob. cit., pp. 2 y ss.

7 El art. 2351.4 del Codice Civile disponía que «*Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti*».

8 Hoy el artículo 2351.4 del Codice Civile reza así: «*Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di dieci voti*».

concretamente designadas, y no se les puede conceder un doble derecho de voto en virtud de los artículos L. 225-123 y L.22-10-46 (acciones de lealtad). Para las sociedades cuyos valores están admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación, la proporción entre los derechos de voto asociados a una acción preferente y los asociados a una acción ordinaria no puede exceder de veinticinco a uno y debe ser un número entero.

Las acciones preferentes en Francia se crean por un plazo fijo o determinable que no podrá exceder de diez años. Este plazo podrá ser renovado por la junta general extraordinaria de accionistas. Los tenedores de acciones preferentes no podrán participar en la votación sobre la renovación de esta duración y las acciones preferentes que les corresponden no se tendrán en cuenta para el cálculo del quórum o de la mayoría, a menos que todos los accionistas posean acciones preferentes. Esta renovación sólo podrá tener lugar una vez y para un período no superior a cinco años. Terminado ese plazo, las acciones preferentes se convierten en ordinarias, así como en los supuestos de transmisión de la propiedad, transmisión por vía sucesoria, liquidación de la sociedad conyugal entre cónyuges o donación inter vivos, así como cambio de control o disolución del accionista entidad legal, aunque podrán disponer de un voto doble si cumplen con los requisitos de las acciones de lealtad.

Finalmente, la normativa francesa prevé un elenco de supuestos en los que la acción preferente sólo dispondrá de un voto: son los casos de nombramiento de auditores, aprobación de las cuentas anuales, modificación de los estatutos sociales, salvo que se trate de aumento de capital, etc.

Observamos, en suma, como la regulación que la ley francesa establece para estas referidas acciones preferentes con voto plural no parece manejar para ellas el concepto de clase de acciones, que es un concepto objetivo, en el sentido de que la diversidad de derechos que da lugar a una clase de acciones trae causa de la acción entendida como valor mobiliario representativo del capital, y no cuando se produce en función de la persona titular de la misma, y estas acciones francesas sólo podrán ser creadas en beneficio de una o más personas concretamente designadas y además se convierten en ordinarias en los supuestos de transmisión de la propiedad, transmisión por vía sucesoria, liquidación de la sociedad conyugal entre cónyuges o donación inter vivos, etc.

En España las AVM no son permitidas, fuera de la reciente incorporación de las acciones de lealtad por la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (TRLSC). La regla de proporcionalidad entre participación en el capital social y derecho de voto ha sido tradicionalmente considerada como un principio configurador de las sociedades anónimas españolas, en las que por ello no será válida la creación de acciones que, de forma directa o indirecta alteren la proporción entre valor nominal y derecho de voto, dicen expresamente los artículos 96.2 y 188.2 TRLSC⁹. Esta regla de la proporcionalidad admitió hasta la llegada de las acciones de lealtad únicamente dos excepciones, las acciones sin voto, como clase de acciones que compensa la falta de derecho de voto con un privilegio económico y que en la práctica han sido muy poco utilizadas (artículos 98 a 103 TRLSC), y las limitaciones estatutarias del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de una forma concertada con los anteriores (artículos 188.3 y 527 TRLSC). Con las acciones de voto doble adicional por lealtad ese reducido número de excepciones se ha incrementado con una tercera, como expresamente dice el artículo 527 ter TRLSC al iniciar su letra, y se llegará a la cuarta cuando la Directiva 2024/2810, de 23 de octubre, sobre estructuras de acciones de voto múltiple para las sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un SMN sea incorporada al derecho español, lo que tendrá que suceder antes del 5 de diciembre del 2026.

En suma, la Directiva AVM busca reducir las actuales diferencias en la materia entre las normativas nacionales de los Estados miembros de la UE, y de este modo minorar las desigualdades de competencia y oportunidades para las empresas que buscan recaudar fondos en los SMN. Para ello la Directiva AVM establece una «armonización mínima» en el mercado único que, consistente en una generalización del reconocimiento de las estructuras de derecho de voto múltiple en los ordenamientos jurídicos de la UE, elimine los obstáculos a su acceso que se derivan de las barreras reglamentarias. Y así, y por ello, en el artículo 3.1 de la Directiva AVM, en su primer párrafo, se establece ese objetivo,

9 Por el contrario, en la sociedad de responsabilidad limitada la regla de proporcionalidad entre participación en el capital social y derecho de voto tiene carácter dispositivo, y los estatutos en consecuencia tienen libertad para servirse de otros criterios de atribución de los derechos de voto (voto plural, voto por cabezas, etc.). Así lo permite el artículo 96.2 del TRLSC.

marcando claramente la virtualidad imperativa de esas normas comunes sobre las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple a las que alude el antes reproducido artículo 1.1, al disponer que *“Los Estados miembros garantizarán que las sociedades cuyas acciones no estén aún admitidas a cotización en un mercado regulado o en un SMN tengan derecho a adoptar una estructura de AVM para la admisión a cotización de sus acciones en un SMN”*. Es la aludida «armonización mínima» a la que obliga la Directiva, al imponer a los Estados miembros el reconocimiento, al menos, del derecho de las sociedades que solicitan la admisión a negociación de sus acciones en un sistema SMN por primera vez, a adoptar estructuras de gobernanza del tipo AVM, siempre y cuando cumplan con determinados requisitos y salvaguardias¹⁰. Reconocidas necesariamente por los Estados miembros, por imposición de la Directiva 2024/2810, las estructuras de AVM a las sociedades que soliciten la admisión a cotización en un SMN, siempre que no tengan acciones admitidas a cotización en un SMN o en un mercado regulado, serán ya tales sociedades las que voluntariamente decidan hacer uso de las AVM (o bien no) mediante el establecimiento de las concretas cláusulas en los estatutos sociales con los requisitos previstos en la disciplina.

Finalmente, junto al ahora expuesto objetivo inmediato y directo de la Directiva de reducir las actuales diferencias entre las normativas nacionales, a fin de minorar las desigualdades a las empresas que buscan recaudar fondos en los SMN mediante el establecimiento de una «armonización mínima» en el mercado único que elimine los obstáculos al acceso que se derivan de las barreras reglamentarias, la norma al mismo tiempo busca tanto incrementar el atractivo de los sistemas multilaterales de negociación como diversificar las opciones de financiación especialmente para las pymes, para que no sean tan dependientes del sistema bancario. Como resulta fácil de inducir, estos dos últimos objetivos mencionados constituyen lógicos corolarios derivados del primeramente aludido.

10 En suma, *“una generalización en el reconocimiento de las estructuras de derecho de voto múltiple en los ordenamientos europeos que ansían resultar atractivos para los inversores”* que aborda *“la desigualdad de oportunidades a la que se enfrentan las empresas de la UE a la hora de elegir las estructuras de gobernanza adecuadas cuando cotizan en bolsa”*, dice Fernández Torres, I., *¿Hacia la ruptura definitiva del principio «one-share one-vote»? en 10 años. La Ley Mercantil*, publicado el 18 de julio de 2024 (disponible en <https://diariolaley.laleynext.es/dli/2024/09/09/hacia-la-ruptura-definitiva-del-principio-one-share-one-vote>).

3. Ámbito de aplicación de la Directiva AVM: sociedades por acciones y SMN. Extensión de la figura de las AVM para fines distintos

En el artículo 2 de la Directiva AVM, como suele ser habitual en el contenido de las Directivas de la UE, se establecen una serie de **definiciones** que fijan el sentido en que han de entenderse, a los efectos de la Directiva, las instituciones varias referidas en el artículo 1.1. Así, se entenderá por «sociedad»: toda persona jurídica constituida bajo alguna de las formas de sociedad enumeradas en el anexo II de la Directiva (UE) 2017/1132 que, en virtud del Derecho nacional, pueda emitir acciones y solicitar la admisión a cotización de sus acciones en un SMN. Ese anexo II de la aludida Directiva enumera para España los siguientes tipos sociales: la sociedad anónima, la sociedad de responsabilidad limitada y las sociedades comanditarias por acciones. Evidentemente, las sociedades de responsabilidad limitada no pueden ser destinatarias de la normativa contenida en la Directiva AVM, porque si bien tienen su capital social dividido en partes alícuotas denominadas participaciones sociales, no tienen la condición de valores mobiliarios y no podrán estar representadas por medio de títulos o de anotaciones en cuenta, y en ningún caso tendrán el carácter de valores (art. 92.2 TRLSC).

Luego, en España, en cuanto a las sociedades destinatarias de su normativa, el ámbito de aplicación de la Directiva AVM se ciñe por supuesto a las SA, que tienen la particularidad tipológica de que la división del capital en partes alícuotas se concreta en las acciones, que son susceptibles de representación por medio de títulos o de anotaciones en cuenta, en principio libremente transmisibles y que tienen la consideración de valores mobiliarios (art. 92.1 TRLSC) o valores negociables, por lo que las diferencias con las participaciones sociales de las SRL son grandes.

Ahora bien, las SA a las que se refiere la Directiva, es decir, sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un SMN, a pesar de la denominación de la Directiva no significa que vayan a quedar sometidas a las disposiciones del Título XIV del TRLSA, intitulado Sociedades anónimas cotizadas, pues su art. 495.1 establece que *“son sociedades cotizadas las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado español”*¹¹, y los SMN no son mercados regulados u oficiales, sino mercados alternativos a esos mercados

¹¹ Mercado regulado español que en el caso concreto de las “acciones” son las Bolsas de Valores.

mencionados. En suma, las sociedades anónimas a las que se refiere la Directiva AVM, aun siendo entidades “cotizadas” (en SMN), no tienen la consideración legal de “cotizadas”¹² a los efectos de la aplicación de referido Título XIV del TRLSC, lo que no quita, eso sí, para que se apliquen a las SA que cotizan en SMN determinadas normas propias del régimen de las SA cotizadas en mercados regulados u oficiales, en cuestiones de aumentos de capital, OPAs o exclusiones de cotización, por ejemplo.

Como es bien sabido, el número de sociedades cotizadas en las Bolsas de Valores es escaso con respecto al número total de SA, porque la regla habitual es que acojan a las empresas de mayor tamaño e importancia y porque reúnan a un número muy elevado de accionistas. Lógico esto si se considera que la SA, desde la reforma del 1989 que se produjo tras la integración de España en la UE, “se presenta como el modelo de sociedad predispuesto por el ordenamiento para atender a las peculiares exigencias organizativas y funcionales de las grandes empresas, entre las que continúa siendo el tipo social más empleado”¹³. Pero, es bien sabido también que el tipo de la SA presenta, a pesar de todo, la flexibilidad suficiente en su disciplina jurídica como para que pueda también ser utilizada para acoger empresas de un reducido número de socios o de escasa importancia económica, hasta el punto de que en la praxis de los negocios hay un amplio campo en el que las SA y las SRL son utilizadas de forma indistinta.

La Directiva AVM tiene esto perfectamente claro cuando se centra, respecto a su «armonización mínima», en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un SMN, pues mientras la admisión a cotización en los «mercados regulados» es más adecuada para las sociedades más grandes y maduras, los «SMN» son, en general, más adecuados para las pymes¹⁴. Ahora bien, no debe dejar de ser tenido en consideración el hecho importante de que no todas las sociedades cotizadas en SMN tienen que ser pymes, pues por ejemplo la Directiva

12 En tal sentido, García de Enterría, J., Las sociedades cotizadas, en *Lecciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 21ª edición, Civitas, Cizur Menor, p. 564, quien también señala que igualmente tampoco tienen la consideración de “cotizadas” las SA que coticen en un mercado regulado valores distintos de las “acciones”, como pueden ser los “bonos u obligaciones”.

13 Literalmente, García de Enterría, J. E Iglesias Prada, J.L., Las sociedades de capital. Aspectos generales, en *Lecciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 21ª edición, Civitas, Cizur Menor, p. 385.

14 “Si bien la admisión a cotización en los mercados regulados es más adecuada para las sociedades más grandes y maduras, los SMN son, en general, más adecuados para las pymes. Por otra parte, los mercados de pymes en expansión, una subcategoría de los SMN, se concibieron precisamente como centros de negociación específicos para pymes, con un tratamiento normativo que tiene en cuenta las particularidades de estas”., dice literalmente el Considerando 9 de la Directiva AVM.

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 exige, para que un SMN se registre como mercado de pymes en expansión, que las pymes constituyan al menos el 50 % de los emisores cuyos instrumentos financieros se admitan a cotización en dicho SMN, y como ocurre tanto para los mercados de pymes en expansión como con otros SMN, a todos los emisores, con independencia de su tamaño, se les aplican actualmente las mismas normas¹⁵. En suma, y por lo apuntado, entra dentro de lo posible que sociedades anónimas no pymes (grandes, por tanto) lleguen a utilizar estructuras de AVM en los SMN existentes cuando se implemente la Directiva AVM, aunque eso es algo que como futurible sólo tendrá respuesta más adelante¹⁶.

Finalmente, consideramos que el ámbito de aplicación de la Directiva AVM integra también a las sociedades comanditarias por acciones, pues este tipo social tiene asimismo su capital dividido en acciones, susceptibles pues de ser negociadas en los mercados de valores¹⁷. De hecho, la doctrina científica, a pesar de lo que su denominación podría equivocadamente sugerir, estima que el legislador la concibe como una sociedad anónima especial, que se distingue de la sociedad anónima, digamos “ordinaria”, casi únicamente por el estatuto jurídico al que están sometidos sus administradores, pues siendo todos los socios accionistas, aquellos que accedan al órgano de administración quedan sometidos a un régimen de responsabilidad más riguroso, el de los socios colectivos (artículo 252 TRLSC), a cambio de una mayor estabilidad en el cargo y de unos poderes más amplios que los que los administradores disfrutaban en la sociedad anónima (artículos 252 y 294 TRLSC). Es cierto, empero, que la relevancia en la práctica de esta figura societaria es escasísima, por lo que, *de facto*, la virtualidad de la normativa derivada de la Directiva AVM sobre ella será prácticamente nula.

15 Como dice ese Considerando 9, ello es así “*en aras de la claridad para los inversores*”.

16 En tal sentido, Palá Laguna, R., ob. cit., p. 3.

17 García de Enterría, J., Las sociedades cotizadas, en *Lecciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 21ª edición, Civitas, Cizur Menor, p. 563 recuerda que “*Por sociedades cotizadas o sociedades bursátiles se entienden, en los términos del artículo 495.1 de la Ley de Sociedades de Capital, las sociedades anónimas «cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado español».* Aunque la Ley alude específicamente a las sociedades anónimas, también podrían ser cotizadas las sociedades comanditarias por acciones (aunque apenas tengan relevancia en nuestra práctica societaria), cuyo capital se divide igualmente en acciones (art. 1.4 LSC), y que al margen de alguna especialidad relativa a la condición de sus administradores (art. 252 LSC), se rigen en todo lo demás por las normas aplicables a las sociedades anónimas (art. 3.2 LSC)”.

Por otro lado, el ámbito del mercado en el que actúa la «armonización mínima» dispuesta por la Directiva de AVM es el del sistema multilateral de negociación (SMN), que incluye, como dispone el artículo 1.1 de la Directiva AVM, los mercados de pymes en expansión (regulados en el artículo 33 de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros). El mercado de valores español ha vivido en los últimos 30 años un intenso y profundo proceso de cambio y crecimiento. Los sistemas técnicos, operativos y de organización en los que se apoya hoy el mercado han permitido canalizar importantes volúmenes de inversión y dotar a los mercados de una mayor transparencia y liquidez, y por ello de una mayor eficiencia¹⁸. A lo largo de esas tres décadas también se han producido grandes cambios en la estructura y el funcionamiento de los mercados de valores europeos. Así, el nuevo entorno de negociación se caracteriza hoy por la apertura a una mayor competencia, en el que los mercados regulados conviven con otras figuras de nueva creación, entre las que destacan los sistemas multilaterales de negociación. Los sistemas de negociación multilateral son una opción alternativa a los tradicionales mercados secundarios organizados, en la que normalmente una entidad financiera actúa como operador de los distintos intereses de compra y venta de múltiples terceros sobre determinados instrumentos financieros.

Además de los mercados regulados¹⁹ y de algunos sistemas organizados de contratación (SOC), en el mercado español operan pues sistemas multilaterales de negociación (SMN) que negocian tanto acciones admitidas en mercados regulados como valores de Deuda Pública y de Renta Fija Privada o Deuda Corporativa. Si bien la admisión a cotización en los mercados regulados es más adecuada para las sociedades más grandes y maduras, en general los SMN son más adecuados para las pymes. Por otra parte, los mercados de pymes en expansión, una subcategoría de los SMN, se concibieron precisamente como centros de negociación específicos para pymes, con un tratamiento normativo que tiene en cuenta las particularidades de estas.

18 La normativa española relativa a los mercados de valores e instrumentos financieros está hoy conformada fundamentalmente por normas de la UE que se han traspuesto de forma paulatina a la legislación española. Desde la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) de 1993 hasta la profunda reforma que ha entrado en vigor en 2018, y que supone la aplicación de MiFID II y el Reglamento MiFIR, la normativa se ha ido adaptando a la complejidad alcanzada por los mercados, servicios e instrumentos financieros.

19 Entre los cuales el prototipo son las Bolsas de valores.

Finalmente, hemos de recordar, tras lo expuesto, algo que ya se fue anticipado en la Introducción y que reviste especial importancia: que la Directiva AVM, junto a la «armonización mínima» exigida a los Estados miembros de reconocer, a las sociedades anónimas que vayan a solicitar la admisión a negociación de sus acciones en un SMN, la posibilidad de adoptar estructuras de AVM siempre que no tengan acciones que ya estén admitidas a negociación en un SMN o mercado regulado, permite a los Estados miembros la extensión de la figura de las AVM para fines distintos del de solicitar la admisión a cotización de acciones en un SMN.

Efectivamente, los Estados miembros podrán mantener o introducir una regulación que permita el uso de estructuras de AVM para otras finalidades: por ejemplo, permitir la adopción (o modificación) de estructuras de AVM a sociedades ya cotizadas en mercados regulados, o a sociedades cerradas que no tengan intención de solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado o en un SMN, incluyéndose los supuestos en los que las sociedades se trasladan de un SMN a un mercado regulado conservando las AVM, dice el Considerando 10 de la Directiva, o incluso los Estados miembros podrán establecer que todas las sociedades anónimas puedan hacer uso de las AVM si estatutariamente así lo disponen²⁰. En suma, los legisladores nacionales pueden optar en su implementación por extender el ámbito del régimen de las AVM a otras sociedades anónimas y a otros mercados más allá de lo contemplado en la armonización mínima de la Directiva AVM. En sentido opuesto, ese Considerando 10 finaliza señalando que *“Los Estados miembros también deben poder prohibir o restringir las estructuras de AVM con fines distintos del de solicitar la admisión a cotización de acciones en un SMN”*.

La Directiva AVM establece pues una armonización mínima en un ámbito de aplicación ciertamente limitado (aunque se haya extendido finalmente al conjunto de los SMN, desde la propuesta inicial centrada sólo en los mercados de pymes en expansión), lo que deja a los Estados miembros, como hemos señalado, un amplio margen de operatividad. Ello cuenta con una evidente ventaja, que tiene en cuenta la existencia de Estados miembros de la UE que antes del dictado de la Directiva AVM permitían la existencia de AVM, mientras otros no: para estos últimos la armonización mínima exige el reconocimiento de las estructuras de AVM, mientras que para los primeros ese amplio margen de operatividad que la Directiva permite haría que no sufriesen restricciones demasiado acusadas en sus regímenes sobre AVM²¹.

20 Como señala Palá Laguna, R., op. cit., p. 2

21 Lo apunta también Recalde Carballino, M., op. cit., p. 10.

Sobre qué hará al respecto el legislador español, evidentemente ello no se sabrá hasta la tramitación futura de la obligada reforma del TRLSC. En cualquier caso, personalmente estimo que será cauto y se ceñirá a la armonización mínima exigida por la Directiva AVM, sin extender la operatividad de las estructuras de AVM a sociedades anónimas para fines distintos, sobre todo si pensamos que en España las estructuras de AVM no están permitidas en la actualidad, a diferencia de otros países de la UE; sólo muy poco a poco el legislador español ha ido introduciendo medidas que excepcionan el principio de proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto, y cuando lo ha hecho casi siempre ha sido para reducirlo (acciones sin voto, limitación del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista), y no para aumentarlo hasta dar lugar al voto múltiple, cosa que sólo recientemente se ha permitido con la entronización de las acciones de voto doble por lealtad para las sociedades cotizadas que así lo dispongan estatutariamente, también como un mecanismo de mejora del control, pero concebido no para aumentar el atractivo de lograr financiación en los mercados de capitales, sino para fomentar una titularidad de los accionistas orientada al largo plazo.

4. Acciones con derechos de voto múltiple y estructuras de acciones de voto múltiple

Determinado el mercado en el que actúa la «armonización mínima», el de los SMN, lo que incluye los mercados de pymes en expansión, el legislador europeo ha elegido las estructuras de AVM como mecanismo de mejora del control²² para el logro de los objetivos perseguidos de aumentar el atractivo de los SMN e incrementar las vías de financiación de las pymes, dejando fuera otros mecanismos de mejora del control, como son las acciones sin voto (con y sin dividendos preferentes) y las acciones con derecho de veto sobre determinadas decisiones, y las acciones de lealtad.

Las acciones sin voto y las acciones con derecho de veto quedan fuera de ámbito de aplicación de la Directiva AVM porque son mecanismos de mejora del control que apalancan los derechos de voto, dice el Considerando 5 de la Directiva AVM. Y las

²² Mecanismos para mejorar el control (Control Enhancing Mechanism, CEM), es decir, mecanismos que generan una discrepancia en la relación entre la propiedad financiera y el derecho de voto, con el resultado de que un accionista puede aumentar su control sin tener una participación accionarial proporcional.

acciones de lealtad quedan fuera porque constituyen un mecanismo de mejora del control diseñado para fomentar una titularidad de los accionistas orientada al largo plazo y dar lugar así a una propiedad más estable, en lugar de aumentar el atractivo de recaudar fondos en los mercados públicos, dice su Considerando 6; además, las acciones de lealtad son menos atractivas para los fundadores de las sociedades anónimas que gestionan pymes, pues *“suelen asociarse a menos derechos de voto adicionales que las acciones con derechos de voto múltiple para los accionistas de control y que normalmente requieren un período de tenencia antes de activar los derechos de voto adicionales”*²³. Téngase en cuenta, además, dos hechos relevantes, y de distinta condición, que inciden también en la decisión de que las acciones de lealtad queden fuera del ámbito de aplicación de la Directiva AVM: el primero, que mientras las AVM constituyen una clase o categoría de acciones, como en todo momento manifiesta la Directiva AVM, con las consecuencias que de ello se derivan, las acciones de lealtad no²⁴; y, en segundo lugar, que la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, no haya contemplado las acciones de lealtad ni obligado a los Estados miembros a preverlas. Por lo tanto, la aprobación de la Directiva AVM no afecta a la disciplina jurídica de las acciones de voto doble por lealtad, que se norman en España en los artículos 527 ter a 527 undecies del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

El Considerando número 4 de la Directiva 2024/2810 dice literalmente que *“Una estructura de AVM implica al menos dos categorías distintas de acciones, cada una de ellas con un número diferente de votos por acción. En este tipo de estructura, al menos una de las clases de acciones tiene un número de votos por acción inferior al de otra(s) clase(s) de acciones con derechos de voto. Una acción con un número mayor de votos es una AVM. Una estructura de AVM tal como se define en la presente Directiva no es pues una estructura en la que las diferencias en los derechos de voto estén determinadas únicamente por los diferentes valores nominales de las acciones”*.

23 Señala la Exposición de Motivos de la Propuesta de DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de pymes en expansión (Texto pertinente a efectos del EEE), p. 4., Bruselas, 7.12.2022.

24 Véase Peñas Moyano, B., Régimen jurídico de las acciones de lealtad y actual virtualidad práctica de su incorporación al Derecho societario español, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 31, 2022, p. 6.

En plena coherencia con lo reproducido, el artículo 2 de la Directiva AVM, en sus números 2 y 3, define lo que a efectos de la norma se entiende por «acción con derechos de voto múltiple» y por «estructura de acciones con derechos de voto múltiple»:

2) «acción con derechos de voto múltiple» o «AVM»: toda acción perteneciente a una clase de acciones distinta e independiente en la que las acciones tengan más derechos de voto por acción que en otra clase de acciones con derechos de voto sobre asuntos que hayan de decidirse en la junta general de accionistas;

3) «estructura de acciones con derechos de voto múltiple» o «estructura de AVM»: toda estructura de acciones de una sociedad que contenga al menos una clase de AVM.

Las AVM representan pues otro supuesto más de ruptura del principio de proporcionalidad en las sociedades anónimas, que ordena la adecuación entre la inversión económica del accionista y su fuerza política dentro de la compañía, y que es recogido en el Derecho español para este tipo social en los arts. 96 y 188 del TRLSC, que disponen que no será válida la creación de acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o el derecho de preferencia. Al permitir alterar la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto de las acciones, las estructuras de voto múltiple resultan atractivas para los accionistas de control de las sociedades que quieran captar financiación en los mercados de capitales a la vez que mantienen (e incluso refuerzan) su poder de decisión.

El Considerando número 2 de la Directiva 2024/2810, de un modo muy claro, refiere que “El 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”, pues “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. Conservar el control de la sociedad puede tener especial importancia para los accionistas de control de empresas emergentes y sociedades con proyectos a largo plazo que requieran costes iniciales significativos, ya que podrían desear seguir su idea sin quedar demasiado expuestas a las fluctuaciones del mercado”.

Por ello, en su Considerando número 4 la Directiva precisa que *“La estructura de acciones con derechos de voto múltiple (AVM) constituye una forma de mecanismo de mejora del control, la cual puede posibilitar que los accionistas de control mantengan el poder de decisión en una sociedad al mismo tiempo que obtienen financiación en los mercados públicos”*.

En suma, *“Para que las sociedades puedan solicitar la admisión a cotización en un SMN sin que sus accionistas de control tengan que renunciar al control, los Estados miembros deben ofrecerles la posibilidad de adoptar estructuras de AVM o modificarlas con el fin de solicitar la admisión a cotización en un SMN”*, dice el Considerando número 8 de la Directiva 2024/2810.

Las AVM, a diferencia de las acciones de lealtad, están ligadas inevitablemente al concepto de clase o categoría de acciones, como expresamente reconocen las definiciones antes reproducidas. La clase de acciones es un concepto objetivo, en el sentido de que la diversidad de derechos que da lugar a una clase de acciones trae causa de la acción entendida como valor mobiliario representativo del capital, y no cuando se produce en función de la persona titular de la misma, como sin embargo sí ocurre con las acciones de voto doble por lealtad reconocidas en el Derecho español.

La diversidad de derechos radica en el mayor número de votos sobre asuntos que hayan de decidirse en la junta general que atribuyen las acciones de la clase de AVM respecto de las pertenecientes a otra u otras clases, sin que se esa atribución de voto múltiple pueda acompañarse de la atribución de mayores derechos económicos para las acciones sin derechos de voto adicionales, dice el artículo 3.1 de la Directiva AVM. En suma, *“la posibilidad de adoptar estructuras de AVM o modificarlas con el fin de solicitar la admisión a cotización en un SMN (...) no debe estar supeditada a la concesión de mayores derechos económicos para las acciones que no sean AVM”* (Considerando 8). La Directiva no ofrece pues esta posibilidad, con lo que queda clara su intención de favorecer en la medida de lo posible la utilización en la práctica societaria de la figura de las estructuras de AVM por parte de las pymes, a las que podría no resultar fácil disponer la figura de las AVM si se vinculasen necesariamente mayores derechos económicos para las acciones sin derechos de voto adicionales. Recordemos, no obstante, que es perfectamente posible que empresas grandes puedan también acceder a la creación de estructuras de AVM, como ya apuntamos.

5. Sobre el régimen jurídico dispuesto por la Directiva para las AVM

Pero, reconocido todo lo anterior, es claro que el establecimiento de estructuras de AVM debe venir acompañada de medios de protección que velen por los intereses de los accionistas que no sean titulares de AVM. El Considerando 3 de la Directiva lo expresa sin ambages, vinculando la generación de estructuras de AVM a la condición de que se respeten los derechos de los accionistas titulares de acciones con menos derechos de voto: *“Las sociedades deben poder elegir, respetando las salvaguardias establecidas en virtud del Derecho de la Unión y del Derecho nacional, las estructuras de capital y de gobierno que mejor se adapten a su fase de desarrollo, también posibilitando 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, al mismo tiempo que disfrutan de los beneficios asociados a la cotización en dichos SMN, siempre que se sigan salvaguardando los derechos de aquellos accionistas que sean titulares de acciones con menos derechos de voto”*.

Por ello, con la finalidad de proteger los intereses de los accionistas que no sean titulares de derechos de voto adicionales, la Directiva AVM establece una serie de requisitos para la creación de AVM, diferentes salvaguardias y determinadas obligaciones de transparencia. Veámoslos.

a. Requisitos para la creación o modificación de una estructura de AVM

Como recuerda el Considerando 11 de la Directiva AVM *“La adopción o modificación de una estructura de AVM con el fin de solicitar la admisión a cotización requiere normalmente una modificación de los estatutos de la sociedad”*. En el caso de España, que a diferencia de otros países no ha permitido hasta la fecha la existencia de AVM, no cabría en la actualidad la modificación de ninguna estructura de AVM, sino solo su creación *ex novo*.

Así pues, con anterioridad a la admisión a negociación en un SMN, la concreta sociedad ha de prever dicha categoría de AVM en sus estatutos sociales. El artículo 3.1 de la Directiva establece que *“la decisión de la sociedad de adoptar una estructura de AVM sea adoptada por la junta general de accionistas (...) por, al menos, una mayoría cualificada según se especifique en el Derecho nacional”, “a fin de garantizar un trato justo de los accionistas”*, dice expresivamente el

Considerando 11. La misma regulación habrá de aplicarse, *mutatis mutandis*, a aquellas sociedades cuyas acciones no estén aún admitidas a cotización en un mercado regulado o en un SMN, cuando decidan modificar una estructura de AVM existente con el fin de solicitar la admisión a cotización de sus acciones en un SMN, dice el artículo 3.5 de la Directiva, en una clara alusión a aquellos ordenamientos jurídicos de los Estados miembros en los que ya resultan permitidas las AVM con anterioridad a la promulgación de la Directiva (Francia, Italia, Países Bajos, Países nórdicos, etc.).

Una mayoría cualificada que para España será la que dispone el artículo 201.2 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, o la que en su caso prevean los estatutos sociales. El artículo 201.2 dispone que *“si el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta. Sin embargo, se requerirá el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento”*, y el artículo 201.3 que los estatutos sociales podrán elevar las mayorías previstas en los apartados anteriores. Evidentemente, una vez implantadas las AVM, toda modificación posterior de una estructura de AVM que afecte a los derechos de voto también exigirá los mismos requisitos expuestos. Corresponderá al legislador nacional prever si el voto múltiple resulta operativo en estos supuestos o, sin embargo, no (como ha previsto Francia).

Además, siempre en aras de la protección del socio, el artículo 3 de la Directiva sigue diciendo que cuando existan varias clases de acciones, estas decisiones también deben someterse a una votación independiente para cada clase de acciones cuyos derechos se vean afectados, debiendo entenderse, como dice el Considerando 14, que una decisión afecta a una clase de acciones si repercute negativamente en los derechos de los accionistas de la clase de acciones de que se trate. El Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital prevé la misma solución protectora en su artículo 293, rubricado *“la tutela colectiva de los derechos de los titulares de clases de acciones en la sociedad anónima”*, y dispone en su apartado 1 que para que sea válida una modificación estatutaria que afecte directa o indirectamente a los derechos de una clase de acciones, será preciso que haya sido acordada por la junta general, con los requisitos establecidos en esta ley, y también por la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada. Cuando sean varias las clases afectadas, será necesario el acuerdo separado de cada una de ellas.

Una cuestión interesante al respecto de esto es si en la regulación de la Directiva AVM tendría cabida la solución que prevé el artículo 293.2 TRLSC y que reza lo siguiente: *“Cuando la modificación solo afecte a una parte de las acciones pertenecientes a la misma y, en su caso, única clase y suponga un trato discriminatorio entre ellas, se considerará a efectos de lo dispuesto en este artículo que constituyen clases independientes las acciones afectadas y las no afectadas por la modificación; siendo preciso, por tanto, el acuerdo separado de cada una de ellas. Se reputará que entraña trato discriminatorio cualquier modificación que, en el plano sustancial, tenga un impacto, económico o político, claramente asimétrico en unas y otras acciones o en sus titulares”*. Esta situación haría referencia, es cierto, a supuestos poco probables en la realidad práctica, en los que la atribución del voto múltiple sería sólo para una parte de las acciones existentes, previamente todas iguales en derechos y obligaciones. Tengamos en cuenta que lo habitual será que la atribución de menores derechos de voto vinculados a las acciones será para aquellas generadas tras los aumentos de capital ligados a la cotización en SMN. Pero cabría también la posibilidad teórica de que el voto múltiple se vinculase a solo una parte de las acciones existentes ya antes del acceso al SMN. En ese supuesto, consideramos que nada impediría la aplicación de la previsión dispuesta en el artículo 293.2 TRLSC, a pesar de que el artículo 3.1 de la Directiva AVM literalmente establezca que la decisión de adoptar una estructura de AVM también se someterá a una votación independiente para cada clase de acciones cuyos derechos se vean afectados *“cuando existan varias clases de acciones”*, precisamente por prever el artículo 293.2 expresamente que *“se considerará a efectos de lo dispuesto en este artículo que constituyen clases independientes las acciones afectadas y las no afectadas por la modificación”*.

Finalmente, amén de algunas otras cuestiones, el artículo 3 dispone que el derecho a adoptar una estructura de AVM a las sociedades cuyas acciones no estén aún admitidas a cotización en un mercado regulado o en un SMN, para la admisión a cotización de sus acciones en un SMN, comprenderá el derecho a adoptar una estructura de AVM antes de solicitar la admisión a cotización de sus acciones en ese SMN. La razón está en que las sociedades deben disponer de flexibilidad en cuanto al calendario de adopción o modificación de las estructuras de AVM. Ahora bien, los Estados miembros podrán supeditar el ejercicio de los derechos de voto adicionales vinculados a las AVM a que las acciones de la sociedad se admitan a cotización. Una previsión lógica ésta, como es obvio, porque la armonización mínima que establece la Directiva se centra en garantizar el reconocimiento por los Estados miembros de la posibilidad de crear (o modificar) estructuras de AVM a las

sociedades que acogen pymes, para incentivar su acceso a los SMN sin que ello implique la dilución de la propiedad para los accionistas de control; como reza el Considerando 12 de la Directiva AVM *“de este modo se garantizaría que las AVM promoviesen específicamente la admisión a cotización en un SMN”*. Si finalmente las acciones de la concreta sociedad no se admiten a cotización ¿qué sentido tiene la existencia de estructuras de AVM? Salvo, obviamente, que se prevea su uso más allá de la armonización mínima dispuesta por la Directiva.

b. Salvaguardas mínimas obligatorias

Es un hecho incontestable, y que no precisa de mayores explicaciones, que una estructura de AVM podría elevar el riesgo de que los accionistas de control obtengan beneficios privados de la sociedad. Esa ha sido precisamente la razón de que numerosos ordenamientos societarios tradicionalmente hayan vetado de modo rotundo la posibilidad de la existencia de AVM en las sociedades anónimas (España, sin ir más lejos). Y también de que los Estados miembros que ya antes de la promulgación de la Directiva AVM permitían las AVM prevean distintas salvaguardias que tienen en cuenta los intereses de los accionistas que sean titulares de acciones con menos derechos de voto (recordemos lo visto para Francia o Italia previamente); son salvaguardias que, al variar de un Estado miembro a otro debido a las divergencias existentes entre los sistemas de Derecho de sociedades por razón de sus particularidades nacionales, han justificado el que la Directiva AVM se haya ocupado también de establecer una «armonización mínima» en este aspecto de la protección de los intereses de los accionistas titulares de acciones con menos derechos de voto para aquellas sociedades que ejerzan su derecho, en virtud de la Directiva AVM, de adoptar o modificar una estructura de AVM con el fin de solicitar la admisión a cotización en un SMN. La doctrina ha recordado que la cuestión relativa a los mecanismos de tutela de los accionistas no titulares de AVM de las sociedades que solicitan la admisión de sus acciones en un SMN ha sido una de las cuestiones más controvertidas a lo largo de la tramitación de la Directiva 2024/2810²⁵, razón por la que dicho aspecto es el que ha vivido los cambios más sustanciales en las diversas propuestas²⁶. Ello no es una casualidad, pues es obvio que de cómo se regulen las salvaguardias dependerá el éxito o el fracaso de la

25 Así, Palá Laguna, R., op. cit., p. 4, quien señala también que los países que ya contaban con un reconocimiento legal de las AVM consideraron que algunas de las medidas dispuestas con carácter imperativo en la propuesta de Directiva violentaban su derecho societario y no favorecían el acceso a la financiación de la sociedad a través de mercados públicos.

26 Así lo refiere Recalde Carballido, M., ob. cit., p. 7.

armonización mínima prescrita para las AVM en su finalidad de hacer más atractiva la cotización en los SMN.

Así, el importante artículo 4 de la Directiva AVM, rubricado como Salvaguardias, en su apartado número 1, establece la protección mínima que los Estados miembros han de garantizar *“para ofrecer una protección adecuada de los intereses de los accionistas que no sean titulares de AVM”* en las sociedades con una estructura de AVM cuyas acciones vayan a cotizar o estén cotizando en un SMN. Dejando de lado previsiones normativas que consideramos no resultaban necesarias por ser fácilmente deducibles de la regulación del artículo 3 de la Directiva AVM (nos referimos al artículo 4.1.a)), el artículo 4.1.b) establece que los Estados miembros deberán limitar los efectos del voto múltiple en el proceso de toma de decisiones de la junta general por medio de la previsión de ciertas medidas obligatorias. Como vemos, estas medidas obligatorias, a las que nos referiremos a reglón seguido, presuponen la existencia en la concreta sociedad de AVM, y operarían limitando su poder de voto a la hora de adoptar acuerdos en junta general, todo ello para garantizar un trato justo para los accionistas que no sean titulares de AVM y evitar el riesgo de que los accionistas de control obtengan beneficios privados de la entidad.

Como decíamos, la Directiva AVM establece que se limitarán los efectos del voto múltiple en el proceso de toma de decisiones de la junta general mediante la introducción de, al menos, una de las siguientes medidas:

- una ratio máxima entre el número de votos vinculados a las AVM y el número de votos correspondientes al resto de acciones; y/o
- una restricción al efecto de las AVM en el proceso de toma de decisiones de la junta general que requieran mayorías cualificadas (excluyendo el nombramiento, reelección o cese de administradores y decisiones operativas del órgano de administración que se sometan a la aprobación de la junta), a través de uno de los siguientes regímenes de doble mayoría: uno, mayoría cualificada tanto del total de votos emitidos como del capital social presente o representado en la junta general²⁷; o, dos, mayoría cualificada del total de votos emitidos y de los votos emitidos en cada una de las clases de acciones a las que la decisión afecte, en una votación independiente de las juntas especiales de cada clase afectada.

²⁷ Recuerda Palá Laguna, R., op. cit., p. 4, que, por ejemplo, el Derecho danés establece el 90% de los votos y el 90% del capital presente o representado en la junta general.

Respecto del requisito de una ratio máxima de votos, no se establecen límites ni horquillas, a diferencia de lo que en algún momento de la tramitación de la Directiva llegó a barajarse²⁸ y de lo que ya hacen algunos Derechos societarios de la UE²⁹. Dada esa inexistencia, el establecimiento por los Estados miembros de un número muy alto de votos múltiples podría *de facto* significar que en realidad no se establece restricción alguna.

Respecto del requisito de doble mayoría que puede establecerse por los Estados miembros, la Directiva AVM expresamente excluye que queden sometidos al mismo las decisiones sobre nombramiento, reelección o cese de administradores, así como las decisiones operativas del órgano de administración que se sometan a la aprobación de la junta general. Es decir, la salvaguardia obligatoria en que consiste la doble mayoría, de ser establecida, no operaría para esas decisiones referidas, algo que no debe extrañar porque es evidente que ese es el tipo de decisiones sobre las que los accionistas de control han de disponer del voto múltiple, si no se quiere llegar a anular la finalidad pretendida con el reconocimiento de las estructuras de AVM de que los accionistas de control influyan decisivamente en la adopción de acuerdos importantes de inversión y funcionamiento³⁰. Por otro lado, en la transposición de la Directiva AVM la norma interna de implementación que dicte el Estado miembro correspondiente habrá de concretar qué se entiende por “decisiones operativas”, pues la Directiva no lo hace.

Tanto el establecimiento de una ratio máxima entre el número de votos por acción vinculados a las AVM y el número de votos correspondientes a las acciones con los menores derechos de voto, como la salvaguardia consistente en una doble mayoría pueden ser concebidas por el legislador del Estado miembro de modo acumulativo o bien alternativo, según dispone la literalidad del artículo 4.1.b) de la Directiva (“... mediante la introducción de, al menos, una de las siguientes medidas”, dice ex-

28 Así, el Informe de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las estructuras accionariales con voto múltiple en las sociedades que pretendan obtener la admisión a negociación de sus acciones en un mercado de PYME en expansión, publicado el 14 de junio de 2023, establecía una ratio de 2 a 5 votos por acción.

29 Francia o Italia, por ejemplo.

30 En el mismo sentido expuesto se manifiesta, Recalde Carballido, M., op. cit., p. 7.

Al respecto, en el Considerando 15 de la Directiva AVM se lee, muy gráficamente, que: “Los Estados miembros deben evaluar la idoneidad de tales salvaguardias (adicionales) a la luz de su eficacia a la hora de proteger los intereses de dichos accionistas, y, al mismo tiempo, garantizar que no sean contrarias a la finalidad de las estructuras de AVM, entre otras, que los accionistas de AVM tengan la posibilidad de influir en el nombramiento y la destitución de los miembros de los órganos de administración, dirección y supervisión de la sociedad y, por lo tanto, en las decisiones operativas de la sociedad”.

presamente). Es cierto que la propia Directiva, en su Considerando 14 parece que muestra predilección por la primera salvaguardia, pero posteriormente el articulado de la norma no refleja ya esa predilección, poniendo ambas al mismo nivel. Evidentemente, el que los Estados miembros al transponer la Directiva AVM conciban las salvaguardias obligatorias referidas alternativamente, o acumulativamente, reviste una importancia grande en cuanto a la mayor o menor utilización de la figura de las AVM. No obstante, en nuestra modesta opinión, no carecería de lógica el concebirlas (por España) de modo acumulativo, estableciendo una ratio de votos no excesiva (entre 2 y 5), y sabiendo que la doble mayoría no sería aplicable a los casos, tan queridos para los accionistas de control titulares de las AVM, de nombramiento, reelección o cese de administradores y a las decisiones operativas del órgano de administración que se sometan a la aprobación de la junta.

c. Salvaguardas adicionales

En el apartado número 2 del artículo 4 la Directiva establece que los Estados miembros, siempre para garantizar la adecuada protección de los accionistas no titulares de AVM, podrán ampliar el régimen protector previamente referido mediante la previsión de salvaguardias adicionales. Como ya ha sido expuesto en numerosas ocasiones, todo este tema de las AVM se aposenta en el delicado equilibrio que ha de darse entre las estructuras de AVM y la finalidad con ellas perseguida de que los accionistas de control de la entidad lo conserven tras el acceso a los mercados de capitales, y la protección de los derechos de los accionistas que no son titulares de AVM. Por ello, el Considerando 15 de la Directiva, sobre el tema de la previsión de salvaguardas adicionales expresamente dice que *“Los Estados miembros deben evaluar la idoneidad de tales salvaguardias (adicionales) a la luz de su eficacia a la hora de proteger los intereses de dichos accionistas, y, al mismo tiempo, garantizar que no sean contrarias a la finalidad de las estructuras de AVM”*.

La Directiva AVM deja una amplia libertad de creación a los Estados miembros en este aspecto, y se limita a mencionar expresamente la posibilidad de establecer salvaguardias consistentes en circunstancias que den lugar a la extinción de los adicionales derechos de voto vinculados a las AVM. Son las conocidas como *sunset clauses*, o cláusulas extintivas, entre las cuales de un modo abierto y puramente ejemplificativo el precepto menciona, primeramente, las cláusulas de extinción basadas en la transmisión de las AVM, bien intervivos o mortis causa (transmisión a terceros, fallecimiento, incapacidad o la jubilación del titular original de esas AVM);

en segundo lugar, las cláusulas de extinción basadas en el transcurso del tiempo³¹, tiempo de caducidad que la Directiva no concreta; y, en tercer lugar, las cláusulas de extinción basadas en acontecimientos específicos, que no aparecen tampoco detallados en la Directiva.

De establecerse estas salvaguardias adicionales consistentes en *sunset clauses*, los Estados miembros es probable que concreten lo que la Directiva no prevé, o incluso podrían los Estados dar libertad a las sociedades para fijar, por ejemplo, su duración para el caso de cláusula de extinción basada en el tiempo, o qué acontecimientos específicos darán lugar a la extinción, para el caso de cláusula de extinción basada en acontecimientos.

Pero, no olvidemos que los Estados miembros pueden prever otros tipos de *sunset clauses*, distintos a los tres mencionados expresamente, e incluso otras salvaguardias adicionales distintas a las cláusulas de extinción³².

d. Obligaciones de transparencia

El largo artículo 5 de la Directiva AVM, rubricado Transparencia, establece tanto la información que deberán facilitar las sociedades que ejerzan su derecho de adoptar

31 Este es el sistema que establece la regulación francesa de las AVM, su caducidad por el paso del tiempo, y que en su día propuso el Informe de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, que preveía la extinción de los derechos de voto múltiple en un plazo de 10 años.

32 Por ejemplo, que los derechos de voto adicionales no puedan utilizarse para bloquear decisiones de la junta general encaminadas a prevenir, limitar o eliminar los efectos adversos de la actividad de la entidad sobre los derechos humanos y/o sobre el medioambiente. Recalde Carballido, M., op. cit., p. 7, nos recuerda como esta medida ya se preveía en la primera propuesta de Directiva y que el informe de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios proponía su obligatoriedad, aunque ha habido autores muy críticos con la misma, por el riesgo de que hubiese que aplicarla a cualquier decisión de la sociedad, ya que, toda actividad empresarial podría tener eventualmente una repercusión sobre el medioambiente o los derechos humanos, lo que –según ellos– al final conduciría *de facto* a impedir el fin perseguido por las estructuras de AVM. La Directiva finalmente aprobada no lo incluye en su articulado, pero es cierto que en su Considerando 19 se dice que “*también es importante que los derechos de voto adicionales vinculados a las AVM incluídas en el ámbito de aplicación de la presente Directiva no se utilicen para impedir que las sociedades cumplan el Derecho de la Unión aplicable en materia de medio ambiente o de derechos fundamentales*”. Señalemos que conforme a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia los considerandos de un acto de la Unión no tienen un valor jurídico vinculante y no puede ser invocados ni para establecer excepciones a las propias disposiciones del acto de que se trata ni para interpretarlas en un sentido manifiestamente contrario a su tenor (Sentencia del TJUE de 22 de enero de 2022 (asunto C-165/20)), pero también que los considerandos de los actos jurídicos comunitarios, aunque no son jurídicamente vinculantes, pueden tener un valor muy relevante como fuente de interpretación auténtica para determinar el «espíritu y finalidad» de la norma (Sentencia del TJUE de 22 de diciembre de 2022 (asunto C-61/21)).

o modificar una estructura de AVM según la Directiva, como los documentos societarios en los que deberán hacerlo. Este precepto número 5 de la Directiva trata pues de responder a la pregunta de cómo se informa a los mercados de la existencia de AVM.

Como es sabido, toda decisión ha de ser adoptada de forma razonada, y eso sólo puede hacerse contando con la información precisa y completa, lo que vale especialmente para las decisiones de inversión. El Considerando 16 de la Directiva lo dice con claridad meridiana: *“la divulgación de información precisa y completa sobre las sociedades constituye la base de la confianza de los inversores y es necesaria para tomar decisiones de inversión informadas. Esta toma de decisiones de inversión informadas es primordial tanto para la protección de los inversores como para la eficiencia del mercado”*. Y en el caso concreto de las estructuras de AVM, debido a su función como mecanismos de defensa contra las adquisiciones, su conocimiento es especialmente importante de cara al mercado, tanto para el inversor como para los accionistas de la propia sociedad objetivo de la inversión³³.

Por ello, la Directiva establece que los Estados miembros deberán exigir a las sociedades, que ejerzan el derecho a adoptar o modificar una estructura de AVM según dicha norma, la divulgación, de conformidad con la normativa pertinente³⁴, de una determinada información a través de ciertos documentos societarios: ya en el folleto, ya en el documento de admisión, en el momento de la admisión a cotización en un SMN; pero también en el informe financiero anual que requiera la ley, una vez que sus acciones hayan sido sometidas a cotización, *“en caso de que no se haya publicado previamente o haya variado desde su última publicación”* (reza el Considerando 16). Por cierto, que el artículo 5 de la Directiva distingue, en este punto de los documentos exigidos, según que las sociedades con una estructura de AVM vayan a cotizar o estén cotizando en un mercado de pymes en expansión (apartado 1 del artículo 5) o vayan a cotizar o estén cotizando en un SMN no registrado como mercado de pymes en expansión (apartado 2 del artículo 5).

Sobre el contenido de la información que ha de incluirse en los folletos, documentos de admisión o informes financieros anuales, los Estados miembros deberán exigir a las sociedades información detallada sobre:

³³ Recuerda, con buen criterio, Recalde Carballido, M., op. cit., p. 9.

³⁴ Normativa cuidadosamente referida en el artículo 5, apartados 1 y 2, de la Directiva AVM, al que nos remitimos para su consulta.

1. la estructura de las acciones de la sociedad, con indicación de las diferentes clases de acciones, incluidas las acciones no admitidas a cotización, y, para cada clase de acciones: i) los derechos y obligaciones vinculados a las acciones de esa clase, ii) el porcentaje del capital social total o del número total de acciones que representen las acciones de esa clase, y iii) el número total de votos que representen las acciones de esa clase;
2. cualquier restricción a la transmisión de acciones y cualquier restricción de los derechos de voto de las acciones, incluidos aquellos acuerdos entre accionistas (pactos parasociales) de los que tenga conocimiento la sociedad y que puedan dar lugar a tales restricciones³⁵;
3. la identidad, si la sociedad la conoce, de los accionistas titulares de AVM 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 “grandes accionistas”³⁶, cuando proceda³⁷.

Finalmente, los apartados 4 y 5 del artículo 5 de la Directiva disponen que las sociedades de inversión y las sociedades rectoras que gestionen un SMN identificarán a las sociedades con estructuras de AVM, por ejemplo, como señala el Considerando 18, incluyendo en el nombre bursátil de dichas sociedades un marcador específico que utilicen la sociedad rectora o las sociedades de inversión que gestionen un SMN. Con ello también se persigue promover la transparencia y la toma de decisiones de inversión informadas. A tal fin, la Autoridad Europea de Valores y Mercados elaborará, para su remisión a la Comisión³⁸ a las tardar el 5 de diciembre de 2025

35 Respecto a las restricciones de los derechos de voto, recuerda Palá Laguna, R., op. cit., p. 5, que el Considerando 17 dice 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, algo que no aparece en el articulado de la Directiva. Y señala que lo que dispone el Considerando 17 es una transcripción prácticamente literal del artículo 29 H, letra f, del Código de Valores Mobiliarios de Portugal, dedicado al contenido del informe anual de gobierno corporativo de la cotizada en el mercado regulado portugués.

36 Como los llama el Considerando 17 de la Directiva AVM, destacando además la importancia de esta información para los potenciales inversores.

37 Según recuerda Recalde Carballido, M., op. cit., p. 9, este requisito se ha relajado respecto de la primera propuesta de Directiva, que exigía se informase de la identidad de cualquier socio con acciones de voto múltiple o cualquier socio con derechos de control especiales, cambio positivo ya que la estricta regulación anterior suponía un impedimento importante a la adopción de estas estructuras de AVM.

38 Pues es la Comisión, según el Artículo 5, apartado 5, último párrafo y el Considerando 18, la facultada

(o sea, en un plazo de doce meses desde la entrada en vigor de la Directiva), “proyectos de normas técnicas” para la identificación de las acciones de las sociedades con estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en su cotización en un SMN, así como la forma en la que dichas sociedades han de informar a las empresas de servicios de inversión y a las gestoras del SMN de estas estructuras de AVM. Según dispone el apartado 5 del artículo 5 de la Directiva, esos proyectos de normas técnicas de regulación han de elaborarse teniendo en cuenta las normas de mercado establecidas y las prácticas que efectivamente funcionen, y, según reza el Considerando 18, *“dichos proyectos de normas técnicas de regulación solo deben determinar la identificación de dichas acciones y, por tanto, no deben interferir en los sistemas nacionales de clasificación de las acciones”*.

6. Reflexiones y conclusiones

En primer lugar, y antes de nada, considero positivo que la UE haya adoptado una postura activa en relación a las AVM con el dictado de la Directiva 2024/2810, una norma que en su tramitación ha sido profundamente meditada y que impone una armonización mínima para la figura. La amplia disparidad de regulaciones en los Estados miembros sobre las AVM ha dado lugar a unas desiguales condiciones de competencia para sus sociedades, creando impedimentos a la libre circulación de capitales en el mercado interior, lo que hacía muy recomendable la promulgación de una Directiva armonizadora.

En segundo lugar, podemos destacar que la Directiva AVM, a pesar de que su redacción final haya considerado todos los SMN, y no sólo los mercados de pymes en expansión, impone su «armonización mínima obligatoria» a un ámbito de aplicación no demasiado amplio. Ello permite que los Estados miembros cuenten con un gran ámbito de operatividad a la hora de proceder a la futura implementación de la Directiva.

En tercer lugar, y derivado de lo anterior, el juego conjunto en la Directiva AVM de la armonización mínima impuesta por la UE y del amplio margen de operatividad de

para completar la Directiva con la adopción de dichas normas técnicas de regulación mediante actos delegados con arreglo al artículo 290 del TFUE y de conformidad con los artículos 10 a 14 del Reglamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados).

los Estados miembros en relación al reconocimiento de AVM, merece una valoración positiva, si se tiene en cuenta que en la UE ha existido hasta la fecha una fuerte disparidad respecto de las estructuras de AVM, con países muy permisivos en su utilización (países nórdicos, Países Bajos, etc.), y con otros contrarios a la misma (Alemania, España, por ejemplo). Efectivamente, sólo este modo de afrontar por parte de la UE el dictado de la Directiva AVM debería permitir que todos los Estados miembros de la UE pudiesen ver sus intereses y pretensiones razonablemente satisfechos en el contexto de la armonización de la figura de las AVM: los Estados miembros que no han permitido las AVM tendrán que hacerlo ahora, sí, pero podrán, si así lo quieren, ceñir esa permisibilidad al ámbito de aplicación mínimo y obligatorio, y bastante limitado, que la Directiva dispone; mientras que los Estados miembros que ya permitían las AVM, cada uno de ellos en la medida que hubiese estimado oportuna, dado el amplio margen de operatividad que la Directiva AVM permite, con la posibilidad de extender la figura para fines distintos de los establecidos en la armonización mínima, no deberían ver restringida su capacidad de actuación al respecto de las AMV ya ejercitada antes, ni tampoco la futura.

En cuarto lugar, no obstante la muy loable finalidad perseguida por la Directiva de posibilitar, con las AVM, que los accionistas de control mantengan el poder de decisión en la entidad al tiempo que obtienen financiación de los mercados públicos, no debe olvidarse, como siempre suele ocurrir con todo, que las AVM también pueden elevar el riesgo de que los accionistas de control obtengan beneficios privados de la sociedad. Por ello, que la Directiva imponga a los Estados miembros la obligación de garantizar que las sociedades cuyas acciones no estén aún admitidas a cotización en un mercado regulado o en un SMN tengan derecho a adoptar una estructura de AVM para la admisión a cotización de sus acciones en un SMN, pero al mismo tiempo respetando determinados requisitos para la creación (o modificación) de AVM, así como de transparencia para el mercado, junto a determinadas salvaguardias obligatorias, para proteger a los accionistas titulares de acciones con menores derechos de voto y a los posibles inversores, aporta una lógica coherencia al sistema.

En quinto lugar, nos atrevemos a anticipar, apoyándonos en el sentido común, que la concreta implementación de la Directiva AVM que finalmente realicen los Estados miembros muy probablemente será consecuente con la tradición jurídica previa mostrada por ellos en relación a la figura de las AVM: restringida a la armonización mínima obligatoria en los países que tradicionalmente las han vetado, y mucho más

creativa en el caso de los países que ya las permitían, si bien con distintos alcances en función de cada ordenamiento (pues poco ha tenido que ver, por ejemplo, la consideración de la figura de las AVM en los Países Bajos con la existente en Italia).

En todo caso, solo el tiempo nos mostrará si los objetivos pretendidos con la Directiva se logran.

7. Bibliografía citada

- BOVE, M., *Voto plurimo e nuove strategie societarie*, en *Diritto Bancario*, publicado el 17 de junio de 2022 (disponible en <https://dirittobancario.it/art/voto-plurimo-e-nuove-strategie-societarie/>).
- FERNÁNDEZ TORRES, I., “Una primera aproximación a la luz de la Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan su admisión a cotización”, en *La Ley Mercantil*, nº 105, 2023.
- FERNÁNDEZ TORRES, I., “¿Hacia la ruptura definitiva del principio «one-share one-vote»?” en *10 años. La Ley Mercantil*, publicado el 18 de julio de 2024 (disponible en <https://diariolaley.laleynext.es/dll/2024/09/09/hacia-la-ruptura-definitiva-del-principio-one-share-one-vote>).
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Las sociedades cotizadas”, en *Lecciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 21ª edición, Civitas, Cizur Menor.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J. E IGLESIAS PRADA, J.L., “Las sociedades de capital. Aspectos generales”, en *Lecciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 21ª edición, Civitas, Cizur Menor.
- PALÁ LAGUNA, R., “El obligado reconocimiento de las acciones de voto múltiple para las cotizadas en sistemas multilaterales de negociación”, en *Análisis Derecho de Sociedades*, Gómez-Acebo & Pombo, publicado el 15 de noviembre de 2024 (disponible en <https://ga-p.com/publicaciones/el-obligado-reconocimiento-de-las-acciones-de-voto-multiple-para-las-cotizadas-en-sistemas-multilaterales-de-negociacion/>).
- PEÑAS MOYANO, B., “Régimen jurídico de las acciones de lealtad y actual virtualidad práctica de su incorporación al Derecho societario español”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 31, 2022.
- RECALDE CARBALLINO, M., “La aprobación de la directiva sobre acciones de voto múltiple”, en *Diario LA LEY*, nº 10602, Sección Tribuna, 6 de noviembre de 2024.



www.incari.org - www.recari.es

Formación *online* especializada de primer nivel en
Inversión y Financiación Alternativa,
y Finanzas Corporativas.

CURSO ONLINE
**CAPITAL RIESGO Y
EMPRENDIMIENTO**

CURSO ONLINE
INTEGRAL STARTUPS

CURSO ONLINE
**EXPERTO EN
VALORACIÓN
DE EMPRESAS**

CURSO ONLINE
**FUSIONES Y
ADQUISICIONES
DE EMPRESAS
(M&A)**

CURSO ONLINE
**REESTRUCTURACIÓN
EMPRESARIAL Y
CAPITAL RIESGO**

www.incari.org

Con la colaboración
de **Tirant lo Blanch**

