PUBLICACIONES

» Sociedades cotizadas y limitaciones al número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista.

Luis Miguel de Dios Martínez
Socio de CMS Albiñana & Suárez de Lezo

Artículo publicado en la revista El Notario del Siglo XXI
Número 35, enero-febrero 2011
Págs. 158 y ss.



PRÁCTICA JURÍDICA

LUIS MIGUEL DE DIOS MARTÍNEZ

Sociedades cotizadas y limitaciones al número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista

La Ley de Sociedades de Capital, además de refundir las disposiciones legales que regulan estas entidades, ha venido a introducir un buen número de novedades en su régimen jurídico. Una de esas novedades -contenida en su artículo 515- se dirige en la línea de instaurar, respecto de las sociedades anónimas cotizadas, el principio *"una acción – un voto"*. A estos efectos, el legislador ha optado por prohibir que estas últimas sociedades fijen en sus estatutos limitaciones al número de votos que un mismo accionista puede emitir; posibilidad esta de la que, en el pasado, han hecho uso un buen número de sociedades cotizadas -especialmente aquellas con un porcentaje relevante de capital disperso-. Esta medida se justificó en que, en última instancia, con aquellas cláusulas se dificultarían los cambios de control -y de administradores sociales-, perpetuando, de alguna forma, el poder de los gestores en perjuicio de los accionistas mayoritarios, pero también de los minoritarios, que no podrían beneficiarse de la "prima" que se satisface en las operaciones dirigidas al cambio en el control. Asimismo, se ha dicho que este cambio legislativo resultaba apropiado para adaptar nuestro ordenamiento a las tendencias imperantes en los países de nuestro entorno y, en particular, en la Unión Europea.

Se trata de una cuestión que, aunque el legislador ha querido zanjar, está muy lejos de ser pacífica por las numerosas cuestiones que plantea y por las implicaciones que el tema tiene. De hecho, ni siquiera es cierto que en el seno de la Unión Europea se haya optado inequívocamente por el principio *"una acción – un voto"* y, mucho menos, por impedir las limitaciones de voto. Así, países como Francia o los países nórdicos optan por una tesis diferente, en la que se deja un amplio margen a la autonomía estatutaria. De igual forma, las propias instituciones de la Unión han cerrado el debate desmarcándose de la idea de imponer el citado principio de una manera imperativa.

El legislador ha optado por prohibir que estas últimas sociedades fijen en sus estatutos limitaciones al número de votos que un mismo accionista puede emitir

LUIS MIGUEL DE DIOS MARTÍNEZ es Socio de CMS Albiñana & Suárez de Lezo y Doctor en Derecho

158 ENERO-FEBRERO 2011 Notario

1. INTRODUCCIÓN

La Ley de Sociedades de Capital, además de refundir las disposiciones legales que regulan estas entidades, ha venido a introducir un buen número de novedades en su régimen jurídico. Una de esas novedades -contenida en su artículo 515- se dirige en la línea de instaurar, respecto de las sociedades anónimas cotizadas, el principio *"una acción – un voto"*. A estos efectos, **el legislador ha optado por prohibir que estas últimas sociedades fijen en sus estatutos limitaciones al número de votos que un mismo accionista puede emitir**; posibilidad esta de la que, en el pasado, han hecho uso un buen número de sociedades cotizadas -especialmente aquellas con un porcentaje relevante de capital disperso-. Esta medida se justificó en que, en última instancia, con aquellas cláusulas se dificultarían los cambios de control -y de administradores sociales-, perpetuando, de alguna forma, el poder de los gestores en perjuicio de los accionistas mayoritarios, pero también de los minoritarios, que no podrían beneficiarse de la "prima" que se satisface en las operaciones dirigidas al cambio en el control. Asimismo, se ha dicho que este cambio legislativo resultaba apropiado para adaptar nuestro ordenamiento a las tendencias imperantes en los países de nuestro entorno y, en particular, en la Unión Europea.

Se trata de una cuestión que, aunque el legislador ha querido zanjar, está muy lejos de ser pacífica por las numerosas cuestiones que plantea y por las implicaciones que el tema tiene. De hecho, ni siquiera es cierto que en el seno de la Unión Europea se haya optado inequívocamente por el principio *"una acción – un voto"* y, mucho menos, por impedir las limitaciones de voto. Así, países como Francia o los países nórdicos optan por una tesis diferente, en la que se deja un amplio margen a la autonomía estatutaria. De igual forma, las propias instituciones de la Unión han cerrado el debate desmarcándose de la idea de imponer el citado principio de una manera imperativa.

Así lo atestiguan diversos documentos -como el *Report on the Proportionality Principle in the European Union*; elaborado por *Institutional Shareholder Service Europe/Shearman & Sterling/European Corporate Governance Institute*, presentado a la Comisión Europea, o el *Commission Staff Working Document «Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*», de 12 de diciembre de 2007- así como las mismas declaraciones de quien entonces era Comisario de Interior, Charles McCreevy, ante el Parlamento Europeo -*"I do not intend to propose any action on one-share, one vote"*-. Incluso, el Código Unificado de Buen Gobierno, aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 22 de mayo de 2006, y que se sirve de referencia a las sociedades cotizadas en materia de buenas prácticas corporativas, reconoce que *"tales medidas pueden estar justificadas en casos excepcionales, particularmente cuando (…) hubieran sido aprobadas (…) por un porcentaje muy elevado de accionistas lo que podría ser indicio de que se han adoptado por razones de eficiencia (p. ej. para proteger inversiones*

© CMS Albiñana & Suárez de Lezo (Febrero 2011). Sociedades cotizadas y limitaciones al número máximo de votos…

específicas o incrementar el poder de negociación del conjunto de accionistas en caso de ofertas no pactadas)".

Situar el reproche a las limitaciones de voto en la ruptura de la proporcionalidad entre inversión y voto y entre riesgo y poder de decisión, así como en la perpetuación del poder de los administradores sociales, tiene, indudablemente, una fácil "venta". Sin embargo, analizados con detenimiento, estos reproches no resultan tan contundentes ni, desde luego, tan elocuentes como en una primera aproximación puede parecer. Al objeto de valorar estos argumentos conviene considerar los efectos inmediatos que las limitaciones de voto tienen sobre el poder los accionistas minoritarios, para, posteriormente, ponerlos en relación con la función y finalidad de las OPAs, en tanto que mecanismo característico en la toma de control y que dichas cláusulas tenderían a evitar.

Las limitaciones de voto suponen, en efecto, una ruptura del principio en virtud del cual a cada acción corresponde un voto, y que da lugar a que el poder de los accionistas resulte proporcional al riesgo patrimonial que corren con su participación en el capital. Pero esa ruptura puede beneficiar a los accionistas minoritarios, puesto que, en última instancia, implica que vean incrementada su "potencia" de voto respecto de la que les corresponde por su participación en el capital. Ello es así porque los titulares de los paquetes accionariales más importantes ven restringido su voto pleno, determinando, por decirlo de algún modo, que los accionistas minoritarios dispongan de un voto cuantitativamente más intenso. En definitiva, las cláusulas de limitación de voto incrementan el poder de decisión de los pequeños accionistas en una medida inversamente proporcional a la reducción que experimenta el poder de los grandes accionistas. En las grandes sociedades cotizadas se facilita, así, el establecimiento de un marco de organización y distribución del poder corporativo, en el que el poder que se vincula a la participación en el capital se atenúa, reforzando a cambio el poder de los pequeños accionistas. En este sentido, constituyen un instrumento que permite la proliferación de sociedades con accionariado plural. Por ello, la admisión de las cláusulas que limitan el número de voto responde a una opción de política legislativa, que considera positivo el desarrollo y expansión de este tipo de empresas con una propiedad dispersa entre numerosos accionistas.

Asimismo, mediante la reducción del poder de decisión de los principales accionistas se dota de mayor estabilidad a la gestión de la sociedad. Con ello no sólo se obtiene una ventaja para los administradores, sino, eventualmente, también para el conjunto de los accionistas y para la sociedad. Precisamente por ello, las cláusulas que limitan el número de votos son especialmente eficientes cuando se trata de llevar adelante proyectos empresariales a largo plazo, cuyos rendimientos pueden lastrar los resultados a corto plazo –normalmente buscados por accionistas de corte más especulativo-. En estas situaciones existe un elevado riesgo de que accionistas relevantes -aquellos que no han realizado una inversión adecuada para alcanzar el umbral que la ley fija como cifra representativa del control de una sociedad anónima cotizada; es decir, con participaciones entre el cinco y por debajo del treinta por ciento- desarrollen conductas que pueden no estar alineadas con el interés social, sino con el suyo particular. En la medida en que poseen una participación porcentual limitada en el capital social, este tipo de accionistas tienen incentivos para potencialmente actuar a favor de su interés particular, y no de una sociedad de la que sólo parcialmente son propietarios. Si el resto del capital está muy disperso, resulta difícil evitar este tipo de conductas. El riesgo de estas actitudes abusivas puede verse reducido limitando su potencia de voto, salvo que presenten una oferta con la que realmente realicen una inversión que suponga un riesgo económico proporcional al poder de decidir que pretenden asumir.

El segundo de los reproches que se hacen a las limitaciones de voto, relativo al blindaje de los administradores sociales frente a eventuales operaciones tendentes a propiciar un cambio de control, debe considerarse desde uno de los pilares fundamentales de los mercados financieros: la confianza que ha de ofrecerse a los inversores que operan en su seno. Las normas que disciplinan estos mercados constituyen, a estos efectos, un elemento imprescindible para su ordenación. El Derecho del mercado de valores pretende, ante todo, que los inversores en Bolsa y, en particular, los accionistas minoritarios, cuenten con mecanismos que les permitan compensar la posición de inferioridad que ocupan en las operaciones corporativas que afectan al control de las sociedades cotizadas. El principal mecanismo a estos efectos es el procedimiento de OPA, que se asienta sobre el denominado *"principio de igualdad de trato".*

La justificación más clásica de la OPA obligatoria como instrumento que se establece en garantía de la igualdad de trato entre accionistas es de carácter económico. Se trata de que todos los accionistas de la sociedad puedan beneficiarse de forma homogénea de la OPA; o, en otros términos, que todos los accionistas puedan beneficiarse por igual de la prima de control que ofrece quien adquiere el control de una sociedad cotizada. Pero la protección de los accionistas minoritarios respecto de los accionistas de referencia opera en las OPAs también en otro ámbito; concretamente, en el otorgamiento a todos los accionistas del derecho a forzar la compra de sus acciones a quien adquiere el control de, o una influencia significativa sobre, una sociedad cotizada. La razón de esta obligación es doble. Por una parte, y desde la perspectiva de la ordenación del mer-

cado de valores, la obligación se fundamenta en el cambio en las bases de la decisión de invertir que en su momento se tomó, partiendo de unas determinadas relaciones de gestión. Con el control de la sociedad se produce, a su vez, una alteración del horizonte de expectativas con el que contó el inversor, que repercute en los objetivos de la empresa, en el patrimonio de esta o en su organización. En definitiva, se trataría de garantizar, ante una modificación esencial de las premisas de su inversión, la confianza que, en su día, depositaron los accionistas. El otorgamiento de este derecho de salida al accionista minoritario parte de la asunción de que éste, pese a ser consciente de las dificultades que tiene para influir en la gestión de la sociedad, invierte en el sobreentendido de determinadas capacidades y dirección de la gestión. Si se produce una modificación sustancial de estas bases, cambian también los presupuestos de su decisión originaria de invertir. De ahí que todos los accionistas deban tener la posibilidad de deshacer su inversión, pudiendo vender sus acciones al nuevo accionista que asume el control de la sociedad.

Por otro lado, la obligación de OPA protege preventivamente frente al riesgo de abusos del accionista de control, riesgo que exige establecer mecanismos de tutela de los accionistas minoritarios. El fundamento último de esta concepción se sitúa en que, en otro caso, el incremento del riesgo de abusos en la utilización de los recursos sociales que puede producirse tras un cambio de control se haría gravitar exclusivamente sobre los accionistas minoritarios. En cierto modo, este mecanismo cumple una finalidad similar a la del derecho de separación en la normativa general de sociedades. En aquellos supuestos en los que se producen cambios sustanciales en la titularidad del poder de las sociedades, a falta de otros mecanismos compensatorios, se trataría de ofrecer una "vía de escape" o "salida" al accionista.

Parece claro que, con carácter general, las OPAs, como mecanismo de toma de control de sociedades cotizadas, resultan potencialmente beneficiosas para los accionistas y, en particular, para los minoritarios, siempre que, eso sí, la contraprestación ofrecida se corresponda con el valor real de la compañía. El problema es que, especialmente en las sociedades anónimas con un capital atomizado, existe el riesgo de tomas de control de facto, realizadas al margen del cauce legal establecido para ello; es decir, al margen de la OPA. En efecto, en una sociedad con capital ampliamente disperso se puede llegar a influir en las decisiones fundamentales que afectan a la gestión de la sociedad sin necesidad de adquirir acciones que alcancen el umbral de una participación de control (treinta por ciento de los derechos de voto). Y ello habría ocurrido sin haberse presentado una OPA; es decir, sin haberse ofrecido al conjunto de los inversores un mecanismo de salida y, en su caso, una "prima de control".

Es en este contexto en el que de nuevo cobran sentido las cláusulas estatutarias que limitan el número de votos que puede emitir un mismo accionista. Si un accionista -o un tercero- quiere adquirir el control de una sociedad, deberá hacerlo conforme a las reglas que la ley arbitra al respecto, ofreciendo a los accionistas una salida a un precio adecuado. Y si no quiere formular una OPA, no podrá ejercer el control, porque así se lo impiden los estatutos.

A la vista de cuanto ha quedado expuesto, puede apreciarse que las limitaciones en cuestión llevan aparejadas también unos beneficios claros para los accionistas minoritarios: potencian su "poder" de voto, a la vez que facilitan una gestión alineada con el interés social. Pero, tampoco puede desconocerse que, empleadas de forma irracional, este tipo de limitaciones pueden constituir igualmente un blindaje real, disuasorio de operaciones de cambio control, esta vez en perjuicio de los accionistas minoritarios. Este carácter de "arma de doble filo" hace que deba cuestionarse críticamente la opción del legislador español, tendente a la prohibición absoluta de estas limitaciones, pues, si bien hace frente a los blindajes excesivos, también elimina un mecanismo de defensa frente a eventuales abusos por parte de accionistas relevantes que, en la gestión de la sociedad, anteponen sus intereses particulares.

Una vía alternativa y más moderada, que tuviera en cuenta ambas perspectivas, podría haber pasado por una medida que, de alguna manera, recoge ya el ordenamiento español; concretamente, la neutralización de los blindajes que recogió la última reforma del régimen jurídico de las OPAs producida en 2007 para trasponer la Directiva de OPAs. Al amparo de esta normativa, las propias sociedades cotizadas pueden conjugar estatutariamente los blindajes frente a tomas de control no deseadas con la neutralización de estos mismos blindajes. Ello puede ser una solución adecuada en los casos en los que se formule una OPA que sea económicamente eficiente -por ofrecerse una contraprestación que responde, de forma efectiva, al valor real de la compañía-. De este modo, en lugar de una prohibición absoluta de las limitaciones de voto, el legislador español podría haber optado por un esquema en el que éstas quedaran supeditadas a la previsión de las correspondientes medidas de neutralización.

ABSTRACT: In 2010 the Spanish Parliament has enacted a law pursuant to which Spanish listed companies may not limit the number of votes that a single shareholder may cast, thus implementing the so-called "one vote-one share" principle. However, this novelty remains disputed, as such limitations may benefit minority shareholders vis-à-vis rele-

vant shareholders. This commentary concludes by presenting the advantages and disadvantages of the option taken by the Parliament, while highlighting other measures that could have been taken in order to solve the problems inherent to said limitations.

Más información

Luis Miguel de Dios
luismiguel.dedios@cms-asl.com

CMS Albiñana & Suárez de Lezo, C/ Génova, 27 – 28004 Madrid – España
T +34 91 451 93 00 – F +34 91 442 60 45 – madrid@cms-asl.com

CMS Albiñana & Suárez de Lezo es una de las firmas de abogados con más historia y prestigio del mercado español, con oficinas en Madrid, Sevilla y Marbella. Combinamos tradición y vanguardia, experiencia e innovación, como valores para lograr la máxima satisfacción de los clientes.
Con más de 90 abogados, nuestra finalidad es mantener una relación estrecha de trabajo con el cliente para comprender y anticipar sus necesidades y estar a su entera disposición para llevar a cabo sus objetivos de negocio.
Despacho multidisciplinar, ofrecemos a través de nuestras distintas áreas de experiencia un servicio completo de asesoramiento legal y fiscal que cubre todas las necesidades de nuestros clientes.
CMS Albiñana y Suárez de Lezo pertenece a la organización CMS, organización de los mayores despachos europeos independientes y cuya ambición es ser reconocida como la mejor firma de servicios legales y fiscales en Europa.

www.cms-asl.com

CMS oficinas y oficinas asociadas: Ámsterdam, Berlin, Bruselas, Londres, Madrid, Paris, Rome, Viena, Zurich, Aberdeen, Argelia, Amberes, Arnhem, Beijing, Belgrado, Bratislava, Bristol, Bucarest, Budapest, Buenos Aires, Casablanca, Colonia, Dresde, Dusseldorf, Edimburgo, Estrasburgo, Frankfurt, Hamburgo, Kiev, Leipzig, Ljubljana, Lyon, Marbella, Milán, Montevideo, Moscú, Munich, Praga, Sao Paulo, Sarajevo, Sevilla, Shanghái, Sofia, Stuttgart, Utrecht, Varsovia y Zagreb.