

Cuadernos
de la
Cátedra Garrigues

Directores:

Javier Ibáñez Jiménez

Mónica Martín de Vidales Godino

**El principio de proporcionalidad entre
capital y voto en el derecho de sociedades**

Vol. 4 Julio 2015

ÍNDICE

ÍNDICE	3
<i>PROPORCIONALIDAD ENTRE CAPITAL Y VOTO: MECANISMOS DE QUIEBRA DEL PRINCIPIO Y SU FUNDAMENTO SOCIETARIO</i>	
Javier GARCÍA DE ENTERRÍA.....	5
<i>ANÁLISIS ECONÓMICO DE LAS CLÁUSULAS ESTATUTARIAS DE RECONVERSIÓN DE ACCIONES -VOTO MÚLTIPLE / ORDINARIAS- Y DOBLE ESTRUCTURA ACCIONARIAL</i>	
María Isabel SÁEZ LACAVE.....	15
<i>PROPIEDAD Y CONTROL: PROBLEMÁTICA ASOCIADA A LOS GRUPOS DE ESTRUCTURA PIRAMIDAL</i>	
Mónica Fuentes NAHARRO.....	31
<i>ASPECTOS SOCIETARIOS Y DE MERCADO RELATIVOS A LA ALTERACIÓN DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD ENTRE CAPITAL Y VOTO</i>	
José María MUÑOZ PAREDES.....	39

*HACIA UNA REGLA DE EXTRAPOLACIÓN DE RENDIMIENTO DEL SOCIO
DOMINANTE COMO JUSTIFICACIÓN DE LAS ALTERACIONES NORMATIVAS
DE LA PROPORCIONALIDAD ENTRE VOTO Y CAPITAL*

Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ.....49

ANEXO

RESEÑA DE LA JORNADA DE LA CÁTEDRA57

PROPORCIONALIDAD ENTRE CAPITAL Y VOTO: MECANISMOS DE QUIEBRA DEL PRINCIPIO Y SU FUNDAMENTO SOCIETARIO

Javier GARCÍA DE ENTERRÍA*

Los temas básicos en materia de proporcionalidad son muy conocidos por todos. La aplicación de este principio refleja una de las grandes diferencias tipológicas existentes en el Derecho español entre las sociedades anónimas y las limitadas.

En las sociedades anónimas, el principio general es la proporcionalidad estricta entre la participación en el capital y el derecho de voto. Es un verdadero principio configurador del tipo de la anónima que se proclama en dos preceptos distintos, que tienen una formulación prácticamente literal: el 96.2 y el 188.2 LSC, que dicen sustancialmente lo mismo (“no se pueden emitir o crear acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto”). En cambio, en la sociedad de responsabilidad limitada la proporcionalidad no es un principio configurador. Aunque sea de forma indirecta o algo críptica, la ley, por el contrario, cuando regula la medida del derecho de voto en las juntas generales de las sociedades limitadas, lo que viene a decir es que cada participación dará derecho a un voto, salvo que los estatutos dispongan otra cosa. Esta previsión abre la vía a todo tipo de fórmulas estatutarias que servirían precisamente para romper la proporcionalidad entre el capital y el voto. En el caso de la sociedad anónima, obviamente se impone la proporcionalidad entre capital y voto, pero no entre voto y derechos económicos o riesgo económico de la inversión. Es evidente que se pueden crear clases de acciones con distintos privilegios económicos. Por tanto, a igualdad de voto lo que sí que puede haber es disparidad de derechos económicos. Hay un ejemplo en la práctica española muy revelador, que no sé si conocen: las clases de acciones que tiene emitidas Abengoa.

* Catedrático de Derecho mercantil (excedente). Socio director del área de Corporate/M&A de Clifford Chance.

Básicamente son acciones que dan los mismos derechos económicos, es decir, participan igual en el reparto de dividendos, pero con la peculiaridad de que las acciones de clase A tienen un valor nominal de un euro y dan cien votos, mientras que las acciones de clase B tienen un céntimo de euro de valor nominal y dan un voto. Con lo cual se mantiene, y no podía ser de otra forma, la proporcionalidad entre capital y voto, porque es un principio imperativo en materia de anónimas. Lo que ocurre es que por la igualdad de derechos económicos, tratándose de acciones con tal dispar valor nominal, en el fondo se da es una desigualdad en cuanto a dichos derechos. Es además un supuesto que enlaza con la lógica económica de este tipo de reparto de clases de acciones. En Abengoa, obviamente, dirige un grupo familiar a cuyos dirigentes lo que les interesa es mantener el control de la compañía, y que por tanto da mucho valor al derecho de voto; y luego hay otros inversores que apenas le dan valor a la capacidad de influencia en la gestión de la compañía, y que valoran sobre todo la rentabilidad económica.

Pues bien; en materia de sociedades anónimas, este principio de proporcionalidad tan estricto solo admite dos matizaciones o excepciones. Por un lado, el de las acciones sin voto, que están previstas en la ley pero que apenas han tenido éxito en el mercado español. De emisiones como tales de acciones sin voto no hay ningún ejemplo; siempre suelen emitirse en el contexto de estructuras que responden a finalidades muy específicas. Acciones sin voto, por tanto, de las que no vamos a decir nada, porque además tampoco está claro que este caso suponga una ruptura como tal de este principio de proporcionalidad; sí en un sentido formal, pero económicamente son más parecidas a un título de deuda que a otra cosa. Los propios economistas tratan a las *non voting shares* como un instrumento de pura deuda, ya que sus tenedores son inversores que solo buscan una rentabilidad económica y no dan ningún tipo de valor a la capacidad de intervención en la gestión de la sociedad.

Al margen de esta, la otra gran excepción o matización al principio de proporcionalidad, que es a la que quería dedicar la mayor parte del tiempo, es la relativa a las famosas limitaciones estatutarias del número máximo de votos que puede emitir un socio. En España esta cuestión ha estado sometido a un vaivén legislativo en los últimos años, lo que no es nada inhabitual en este país.

La posibilidad de que los estatutos de una sociedad establezcan una especie de “techo” al número máximo de votos que puede emitir un accionista es algo que en el Derecho español tiene un pasado bastante respetable, porque es algo que ya permitió la LSA de 1951, pero que últimamente ha estado sometido a ciertos vaivenes normativos. Al final de la legislatura del gobierno anterior, sobre 2011, con ocasión de la reforma de la Ley de Auditoría, se incluyó una enmienda que vino a prohibir las limitaciones de voto para las sociedades cotizadas. Dio en conocerse como “la enmienda Florentino” en honor al presidente del R. Madrid, que en ese momento estaba tratando de acceder al consejo de Iberdrola, una de las compañías que imponen una limitación del voto. Pero dos años después, cuando el PP ganó las elecciones, al poco tiempo volvió a reintroducirlas; luego haremos algún comentario del régimen que se ha establecido posteriormente.

En las no cotizadas, siempre se han permitido estas limitaciones del voto desde la ley de 1951. Este principio sigue recogido en el art. 188.3, que dice que en la sociedad anónima los estatutos podrán fijar con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o personas vinculadas a éste. Evidentemente, en las limitadas hay mucha más flexibilidad y más autonomía estatutaria, y en ellas se puede dar fórmulas variadas como un voto plural, el voto decreciente, por tramos...

Este régimen se introduce en el año 1951, insisto, porque esto es muy importante a la hora de enjuiciar el uso práctico que han acabado teniendo estas limitaciones. Buscaba, y son palabras casi literales de D. Joaquín Garrigues y D. Rodrigo Uría, en su aclamado comentario a la LSA de 1951, que también se benefició de su pluma, limitar la influencia de los socios preponderantes en el seno de las juntas generales. Es decir: en la medida en que se limita en estatutos el número máximo de votos que puede emitir un socio en junta general con independencia de cuál sea su participación en el capital social, lo que se está es potenciando el derecho de voto de los accionistas minoritarios. En la concepción digamos ideal o beatífica de la anónima en que pensaban estos autores, hay un socio mayoritario, y para evitar que pueda ir a la junta y con su mayoría aprobar sistemáticamente todos los acuerdos, se le limita el voto a través de una cláusula de este tipo, de forma que se le obliga a consensuar los acuerdos con los minoritarios. De ahí que en origen se

concibiera como un instrumento de personalización de la sociedad y de defensa de las minorías.

Lo que ocurre es que en el año 1951, cuando se aprobó esta previsión - hagamos el ejercicio retrospectivo de situarnos en esa época- las sociedades cotizadas obviamente no tenían nada que ver con las actuales. No había ningún sistema regulador de las ofertas públicas de adquisición de acciones, ni de las de OPAs obligatorias, ni un régimen de supervisión pública sobre las cotizadas, y tampoco deberes especiales de información... Evidentemente, la limitación del voto se aprobó como un instrumento de cierre, o si se prefiere, de personalización de las sociedades en un momento en que, además, no había regulación del mercado de valores. Ni siquiera existía en 1951 la Ley de sociedades limitadas, y la sociedad anónima era el tipo social prácticamente único en la realidad española.

Pues bien, a pesar de estos orígenes, las limitaciones del voto encontraron su gran éxito muchos años más tarde y, en concreto, después de la famosa OPA que lanzó en su momento el entonces Banco de Bilbao sobre Banesto. Esta operación fue como tirar un misil en el remanso de las aguas del mundo empresarial español. Nunca había habido OPAs y menos hostiles. Esta operación al final no prosperó, por muchas cuestiones, pero puso nerviosos a muchos gestores de sociedades cotizadas, que adquirieron conciencia de que era posible que les lanzaran también una oferta a ellos y pudieran perder su poder de decisión.

A partir de entonces muchas de las grandes sociedades cotizadas contrataron a abogados que se dedicaron a buscar en las leyes de sociedades, por entonces con menos reglas, medidas que pudieran servir como blindaje o defensa frente a posibles ofertas no deseadas, es decir, medidas anti-OPA. Así, en función de la imaginación o inventiva de los asesores, empezaron a exigirse requisitos de antigüedad para ser nombrado administrador, o para ser nombrado consejero delegado o presidente. Pero la medida anti-opa estrella fue la abandonada desde el 1951, la posibilidad de limitar los derechos de voto a través de una cláusula estatutaria. Ahí es donde vino la gran explosión, en la práctica española, de las limitaciones del número de votos. Lógicamente, no en el contexto de las sociedades de capital muy concentrado que son mayoría en

el mercado bursátil español, sino en las sociedades cotizadas más expuestas al riesgo de ser adquiridas de forma “hostil”, que son las sociedades de capital disperso: aquellas que carecen de socios relevantes y en las que, en términos prácticos, como es público y notorio, el control está residenciado en el órgano de administración. Entonces, en el mundo de estas sociedades cotizadas, es donde fermentaron estas limitaciones estatutarias del número máximo de votos.

Esta limitación podría configurarse de muchas formas, especialmente en sociedades cerradas, donde hay mucho terreno de “ingeniería contractual”, en el sentido de limitarlo a un porcentaje absoluto de votos, a un porcentaje de votos en la junta general, de hacer un voto escalonado decreciente, en función del quórum, o lo que se quiera. Lo cierto es que en el mundo de las sociedades cotizadas la configuración es generalmente la misma: se establece un límite por referencia a un porcentaje del capital, que en la práctica lo más habitual es que sea de un 10%, a partir del cual se priva del derecho de voto al accionista. Con lo cual, por debajo de ese límite funciona el principio de proporcionalidad entre capital y voto –con el 9% se vota por el 9%-, pero teniendo un 11%, se vota por el 10%. Así, se deja de tener voto a partir del 10% -en argot, voto “capado” al 10%-.

Estas limitaciones del derecho de voto también se caracterizan por tener un carácter subjetivo. A diferencia de las acciones sin voto, no implican que se esté modificando el régimen ordinario de las acciones afectadas. La limitación del voto se aplica en la medida en que un accionista pasa de ese determinado umbral. Evidentemente, si las acciones que pasan del límite son transmitidas, se aplica el régimen ordinario. Es una limitación que se aplica desde un punto de vista subjetivo al accionista que se sitúa por encima de ese límite, de modo que no se adhiere, desde el punto estructural u objetivo, a la acción.

Aparte de su reconocimiento legal, la ley dice poco más, lo cual plantea problemas en la práctica. Por ejemplo, ¿cómo se computan los votos cuando en la junta participa un accionista que tiene parte de los votos limitados? En las sociedades anónimas las juntas adoptan acuerdos por mayoría de votos. Imaginemos que son 100 socios los que hay en la junta, pero hay un accionista que tiene 50 acciones; pero, por una limitación del voto del 10%, solo puede votar con 10. Con lo cual, en la junta hay 100 votos, pero que se puedan emitir

solo hay 60. ¿Cuál es la mayoría de votos, 51 o 31? Este es un tema en el que suele haber unanimidad. Sería absurdo incluir en el cómputo votos que no pueden ser emitidos. Por seguir con el mismo ejemplo, si en la junta hay 100 acciones, imaginemos que hay un señor que tiene el 90% del capital social, y por tanto tendría 90 votos, pero pasa a tener 10 por la limitación, solo habría 20 votos en la junta disponible. Si pedimos 51 votos, por definición nunca se podría adoptar ningún acuerdo y estaríamos abocando a la sociedad a la disolución por paralización de órganos sociales.

Este tema es claro; pero donde a veces se plantean problemas, mucho más delicados, es cuando por ejemplo se requieren mayorías de capital específicas para aprobar acuerdos, lo cual no es inhabitual en algunos estatutos. Voy a dar un ejemplo práctico que es conocido: cuando se lanzaron varias OPAs sobre Endesa, sus estatutos disponían una limitación del voto y tenían también una cláusula que decía que para modificar la limitación se exigía una mayoría reforzada -blindaje-. Obviamente, las cotizadas, cuando exigen esto, exigen una mayoría cualificada para cambiar la propia cláusula estatutaria de limitación del voto. En el caso de Endesa, se exigía una mayoría “del capital con derecho de voto” importante, en torno a la mitad del capital. Entonces Endesa, cuando la OPA iba ya a salir, convocó junta para eliminar la limitación del voto, porque la OPA estaba condicionada a dicha eliminación. Endesa, para cubrirse jurídicamente, pidió hasta cuatro dictámenes a cuatro ilustres colegas de cómo tenían que computarse las mayorías a efectos del “desblindaje”. Y obtuvo cuatro opiniones distintas de cuatro catedráticos. Al final no hubo problema porque se aprobó la supresión por una mayoría tan aplastante, que hubiera servido cualquiera de esas opiniones. Pero ello revela que muchas veces estas cláusulas se introducen en los estatutos sin considerar algunos problemas que suscitan en la práctica.

Con lo cual, el problema final que plantean las limitaciones del voto es la discordancia entre su finalidad normativa y la realidad práctica, pues no son, ni mucho menos, un instrumento de defensa de la minoría, por mucho que se sigan vendiendo así por razones oportunistas por parte de las sociedades cotizadas que las introducen. Es una interpretación falaz y poco sincera; se acude a la justificación del año 1951, cuando lo que se busca evidentemente,

en sociedades de capital disperso, es mantener el control evitando a posibles accionistas incómodos. Como en su momento era ACS para Iberdrola, pues tenía un 20% de capital, pero iba a la junta y no podía votar nada más que con un 10%.

Estas limitaciones se prohibieron a partir de la “enmienda Florentino”, pero el actual Gobierno decidió reintroducirlas a través de un régimen especial para las cotizadas que está ahora en el art. 527 LSC. La verdad es que no conozco bien el trasfondo que llevó al Parlamento a reintroducirlas, cuando con cierto consenso habían sido prohibidas. Quizá fue por un concepto patriótico mercantilista ante la existencia determinadas compañías cotizadas españolas que podían ser fácilmente adquiridas por competidores extranjeros a precios bajos por motivo de la crisis. Todo el mundo pone nombres a estas compañías -del sector de las telecomunicaciones y de la energía- en las que se estaría pensando cuando se reintrodujeron este tipo de cláusulas.

Muy brevemente: yo creo que esto no tiene ninguna justificación y además es completamente inútil. Al argumento patriótico no seré yo quien me adhiera. Esto es algo que habría que dejar a expensas del mercado, al margen de lo que quiera hacer cada sociedad. Por otra parte, una limitación del voto no impide en ningún caso la formulación de una OPA, y si no que se lo digan a Endesa, que tenía una y fue objeto de tres seguidas. En gran medida, porque una limitación del voto, a partir de ciertos porcentajes de capital, tampoco te impide hacerte con el control de la compañía. En concreto: con una limitación del voto del 10%, si se llega al 90%, la compañía ya es del mayoritario, pues siempre dispondría de más votos que los minoritarios. Y también con mucho menos, salvo que vayan todos los demás a la junta general, que sería la primera vez en la historia española que ocurre.

El efecto práctico que tienen estas limitaciones del voto no es en ningún caso impedir que te lancen una OPA. Un ejemplo paradigmático es el de ACS e Iberdrola. Porque al final es más bien un instrumento del que se prevalecen los administradores para hacer frente a accionistas que, sin lanzar una OPA, tienen una participación bastante importante. A veces se ha hablado de este problema desde el punto de vista del propósito de combatir tomas de control encubiertas, es decir, de quien adquiere el control sin dirigir una OPA hostil. Pero esto, al

margen de que es una justificación falsa e injustificada, no tiene fundamento, pues hay un régimen de OPA obligatoria. Por tanto, si el legislador considera que el control se puede comprar con menos, siempre podría bajar el umbral de la OPA obligatoria. Con un umbral actual del 30% es evidente que por debajo uno se puede mover con absoluta legalidad, y no hay razón suficiente para establecer una medida tan drástica que rompa la proporcionalidad entre capital y voto.

Para terminar, hay una cuestión importante que debe recordarse, y es todo el debate que ha habido también en el ámbito europeo sobre el principio de proporcionalidad. La Directiva de OPAs inicialmente proponía al respecto una medida, llamada *break-through o neutralización*, que buscaba romper todos los mecanismos legales que existen en los distintos países europeos - creo recordar que la UE identificó hasta trece- por los que se podría romper la proporcionalidad, al efecto de crear un *terreno de juego nivelado* en la UE y permitir que las empresas europeas se pudieran OPAr libremente unas a otras. Ciertamente había todo tipo de reglas societarias en distintos países que eran un verdadero obstáculo a esa libertad. No sé si esto es del todo correcto, pero conviene recordar el caso de Suecia, donde hay acciones de voto plural a las que se acoge por ejemplo la sociedad Volvo, cuya familia fundadora, con un porcentaje pequeño del capital, tiene la mayoría de los votos. Mecanismos de este tipo subsisten en distintos países. Aunque la Comisión Europea los quiso inicialmente prohibir, al final se aprobó un régimen menos restrictivo, al que lo mejor que le podría pasar es que lo derogaran y le dieran un entierro digno. Esto está recogido en la normativa española: el régimen de neutralización, que como saben la directiva hizo opcional para los Estados miembros, porque muchos de ellos no lo aceptaban.

El Estado Español no lo ha regulado en términos imperativos, con lo cual no hay un régimen de neutralización impuesto, sino que da la opción a las empresas para someterse voluntariamente al mismo. El régimen en cuestión es absolutamente paranoico, pues implica que una sociedad adopte decisiones de limitación del voto –o similares- con la finalidad de evitar tomas de control encubiertas para luego decirle al legislador “no se preocupe usted, porque lo voy a neutralizar”, en cuyo caso lo más lógico sería que directamente no

apruebe la limitación. De ahí que este régimen sea directamente absurdo, como evidencia el hecho de que en la práctica española no haya aún ninguna empresa –que yo sepa- que se haya sometido al régimen de neutralización.

ANÁLISIS ECONÓMICO DE LAS CLÁUSULAS ESTATUTARIAS DE RECONVERSIÓN DE ACCIONES -VOTO MÚLTIPLE / ORDINARIAS- Y DOBLE ESTRUCTURA ACCIONARIAL

Isabel SÁEZ LACAVE*

I. ANÁLISIS ECONÓMICO: LAS ACCIONES DE VOTO MÚLTIPLE

1. Los mecanismos de control accionarial que alteran la proporcionalidad entre capital y voto

El uso de mecanismos que separen los derechos de control de los derechos de propiedad o de *cash-flow* es muy controvertido. Los llamados mecanismos de mejora del control accionarial o CEM's (*control enhancing mechanisms*) en las sociedades cotizadas pueden ser:

- a) Mecanismos de atrincheramiento: acciones de voto múltiple, pirámides.
- b) Mecanismos de encerramiento o *lock-in*: voting caps, acciones de oro
- c) Mecanismos financieros: *equity swaps*, el caso del voto vacío.

En particular, voy a hablar de la doble estructura accionarial del caso Abengoa y de las acciones de voto múltiple en general. Para analizar la cuestión de las acciones de voto múltiple el análisis económico del derecho es un buen instrumento. Nos hace mirar a la realidad económica, en vez de mirar al ordenamiento que es lo que hacen los abogados. Desde el punto de vista de política legal (*policy*) tenemos que ver cómo funcionan las reglas, si son eficientes, cuáles son las consecuencias que tienen en la realidad, lo cual es muy útil a la hora de valorarlas.

* Profesora Titular de derecho mercantil. Universidad Autónoma de Madrid.

Las dobles estructuras accionariales se pueden encuadrar dentro de lo que se llaman *control enhancement mechanisms* -CEMs-, mecanismos todos que permiten conseguir el control sin inversión o reduciendo la inversión. Normalmente, los derechos de control en las sociedades cotizadas se asignan en relación con la inversión; así, para tener el control de la sociedad lo que hay que hacer es invertir fuertemente en la sociedad. Esta inversión es eficiente en la medida en que la persona que más interés tiene en la sociedad es la que más ha invertido en ella, se juega su propio dinero.

Pero los mecanismos de mejora o CEMs disocian inversión y control, es decir, permiten controlar las decisiones empresariales, reduciendo la inversión. Las acciones de voto múltiple son solo un mecanismo, pero hay más. Los llamados mecanismos de atrincheramiento, además de las acciones de voto múltiple, son las denominadas pirámides, que facilitan la presencia de socios minoritarios de control. La más utilizada modalidad de atrincheramiento son las pirámides, que son grupos de empresas que se organizan como cascadas de tal manera que el minoritario puede conseguir, si la pirámide tiene varios pisos (sociedades) y tiene un 50% en las subsiguientes, en cinco pisos, controlar la última con solo un 6% de inversión. Tomar el control en cada piso es el mecanismo más normal.

Los sistemas de encerramiento o *lock-in*, por otra parte, evitan perder el control. Estos mecanismos los vamos a encontrar sobre todo, cuando no hay un control claro, cuando el control es muy pequeño, o cuando no hay posiciones de control fuertes.

Por otro lado, tenemos los mecanismos financieros, de permutas financieras sobre acciones o *equity-swaps*, que son mecanismos sustitutivos. Nos presentan problemas de voto vacío (el tenedor del swap tiene un derivado, no una acción, y por tanto no puede votar, a diferencia del accionista).

2. Casos de dobles estructuras accionariales

El caso más paradigmático de dobles estructuras se produce en las ofertas públicas iniciales o *initial public offers* –IPOs- realizadas para las salidas a bolsa. En Estados Unidos, las dobles estructuras accionariales solo son

posibles precisamente en casos de salidas a bolsa. El objetivo de esta operación es que el fundador de una sociedad, con una mayoría de ese capital, que necesita recursos para crecer pero que a la hora de salir a bolsa va a perder el control, consiga más dinero del público pero sin perder ese control.

Alrededor del 11% de las IPOs americanas en 2001, y el 16.5% en 2002, eligieron una estructura doble accionarial. Así, las acciones de clase A de Google (con un voto por acción) se vendieron a los inversores externos – *outsiders*- en la salida a bolsa; mientras que sus acciones clase B (con diez votos por acción) fueron retenidas por los fundadores, Larry Page y Sergei Brin y otros socios de control – *insiders*-. Cabe citar también los casos de:

- Berkshire Hathaway (dirigido por Warren Buffett).
- Dow Jones & Co. (empresa que publica el Wall Street Journal) y Ford Motor (controlada por la familia Ford) son otros ejemplos.
- Y en los últimos tiempos: Facebook, Groupon, LinkedIn, Zynga.

Las cifras de 2001 y 2002 se han mantenido bastante estables, suele ser en torno a un 15% la proporción de las IPOs, que el año pasado fueron en torno a 1.500 en EEUU, que eligen esta estructura doble. He resaltado estos casos porque son algunos de los más significativos que han salido en prensa: Google (gestor de internet), Berkshire Hathaway (la familia que controla el Wall Street Journal), el caso de Ford, y desde 2010 algunos tan conocidos como Facebook, Groupon, LinkedIn y Zynga. Esta información nos muestra que recurren a esta estructura empresas del sector tecnológico, de media y de moda.

Las acciones de voto plural u otros CEMs facilitan el control desde posiciones minoritarias, es decir, sin tener la mayoría del capital. Esto reduce los costes de diversificación y liquidez de los grandes accionistas, procurando control con menor inversión y permitiendo mayor flexibilidad, pues no todas las empresas son iguales. Una regla como esta no va a ser eficiente en todos los casos: de hecho el 11% de los consejos eligen otras opciones. En los casos que hemos visto de *high-tech* o de *media*, normalmente, por el mercado del producto o por el carisma de los fundadores, los nuevos inversores piensan que

a la empresa le va a ir mejor con estos como gestores que sin ellos. Esto es un incentivo para que las empresas salgan a bolsa. En toda economía es muy importante que las empresas salgan a bolsa y esto en EE.UU lo tienen muy claro. Si tenemos empresas que no salen a bolsa (*public*), que se quedan *private*, los fundadores no pierden el control, pero no van a crecer, lo cual es negativo para el país. Una de las ventajas de la doble estructura, por tanto, es que incentiva la salida a bolsa.

3. Utilidad de las AVM

Como hemos visto, las acciones de voto múltiple facilitan el control de las compañías cotizadas o que van a cotizar desde posiciones minoritarias, reduciendo los costes de diversificación y liquidez de los grandes accionistas (que pueden acceder al control o retenerlo con menor inversión) e incentivando que las empresas salgan a bolsa, en interés de la economía nacional.

Pero además, las AVM protegen empresas de las OPAs hostiles, permitiendo a los administradores centrarse en la maximización del valor a largo plazo, sin prestar atención a las fluctuaciones temporales de las acciones. Esto es un arma de dos filos: por un lado las OPAS son buenos mecanismos de disciplina del mercado porque permiten cambios de control útiles para las empresas, pero por otro los cambios alteran la vida social, y es bueno dificultarlas-aquí tenemos el ejemplo tradicional de las empresas farmacéuticas-, lo que permite a los administradores centrarse en la maximización del valor a largo plazo, sin prestar atención a las fluctuaciones temporales de las acciones.

Pero el punto más importante en contra de las AVM es el peligro de que aumenten los incentivos del accionista de control –*blockholder*- de expropiar a la minoría (como han denunciado entre otros Bebchuk, Kraakman y Triantis). Este peligro está estudiado teórica y empíricamente. Los primeros que estudiaron esto fueron los dos primeros profesores citados, uno de Harvard y otro de Stanford. El problema es que si se posee, por ejemplo un 60% del capital, y se ha invertido muy fuertemente en la empresa, se tiene un interés muy grande en maximizar el valor de la acción, porque se maximiza la propia inversión, y en tal caso los socios minoritarios tienen suerte, porque sin hacer

nada, otros tienen incentivos para vigilar a los administradores, sus políticas, todo. En cambio, con un 25% de control, se tienen grandes incentivos a no mirar por los beneficios de la compañía, sino más bien por maximizar la propia posición, expropiando o cogiendo beneficios de los minoritarios. La posición más peligrosa de control es la que ronda 25% del capital según esos estudios.

Autores como Claessens y otros (2002), utilizando una muestra de 1.301 empresas cotizadas en ocho países de Asia oriental, encuentran que la concentración de la propiedad aumenta el valor de la empresa, pero que la separación entre el flujo de caja y el control disminuye el valor de la empresa. Bennedsen et al (2006) encuentran los mismos resultados para Europa. Y Gutiérrez, Mariano y Tribó (2012) en el caso de España, presentan evidencia de una relación en forma de U entre el rendimiento y el *stake* del mayor accionista. En Asia oriental, que es donde más pirámides ahí, sobre todo en China y Corea, se ha comprobado efectivamente que con un societario mayoritario la empresa va bien, pero en cuanto hay posiciones minoritarias de control aumenta mucho la expropiación. Los mismos datos los tenemos en España y en Europa. Los tres profesores de la Carlos III explican la U como relación entre la rentabilidad y la dispersión de las acciones, y vemos que si las sociedades son muy dispersas la rentabilidad es alta, y si tienen socios de control importantes también; pero por debajo de la U, donde hay posiciones minoritaria del 25%, es donde más expropiación hay, al menos sobre datos españoles.

4. Conclusión

De este análisis de *policy* se extrae que la proporcionalidad en el voto no es buena siempre, sino que depende de varios factores. Puede valer para fines productivos, para en determinados casos dar flexibilidad, proteger frente a opas hostiles en proyectos a largo plazo etc... pero también tiene muchos riesgos de expropiación. A lo que nos debe llevar esto, desde el punto de vista jurídico, es a no caer en los extremos de prohibir o permitir. Lo más interesante para el regulador sería un enfoque de *opt-in*, de regla dispositiva, con fuertes protecciones a los minoritarios, dando un poder de voto a la mayoría de la

minoría, o la facultad de abstención al socio de control, o directamente el derecho de salida, como ocurre en otros países.

II. REGÍMENES COMPARADOS EN MATERIA DE ACCIONES DE VOTO MÚLTIPLE

1. Estados Unidos.

La regla general dispositiva en el derecho estadounidense es la de una acción-un voto –*one share, one vote*-. En las IPOs, las acciones de voto múltiple pueden ser emitidas antes de la salida a bolsa y deben mantenerse después. Generalmente se emiten dos clases de acciones: acciones A, con un voto por acción; y acciones B, que otorgan más votos por acción (a menudo 10). Las acciones B se envían a todos los accionistas como dividendo; sin embargo, si un accionista los transfiere a un tercero, el derecho de voto adicional se pierde. La consecuencia es que en unas pocas semanas las acciones B se concentran en manos de los accionistas interesados en el control y con una perspectiva a largo plazo, mientras que los inversores institucionales y minoristas, al negociar las acciones, pierden casi de inmediato los derechos de super-voto.

En el caso de la IPO de Facebook, se dio una depreciación del 70% y en el de Groupon otra parecida. El mercado puede aceptar la doble estructura, al comprar los *outsiders*, o no; en tal caso solo cabe imponer la estructura a los que están ya dentro.

2. Europa

No contamos hoy con normativa europea uniforme sobre derechos de voto. Ningún país sigue una regla inflexible e imperativa de perfecta proporcionalidad (*ergo*: cada acción debe atribuir uno y solo un voto en cada decisión; los votos no pueden estar sujetos a condiciones o suspensiones; y cada accionista tiene todos los votos atribuidos por las acciones que posee).

Las alteraciones de la proporcionalidad son más comunes en Europa que en América, debido a la concentración de capital. Podría decirse que Europa está el paraíso de las CEMs: en distintas jurisdicciones hay variedad de acciones de voto plural, sin voto, con voto restringido a determinados asuntos, etc. Y además en ningún país europeo rige una regla de estricta proporcionalidad. Aparte de los países escandinavos, que es en los que más acciones de voto plural hay, el mecanismo de alteración que más se emplea en Europa son las *loyalty shares*, que empezaron en Francia y Holanda, pero también están en Italia y más sitios. La idea aquí es que hay derechos de voto doble, a unos accionistas, pero lo tienen que conservar durante un tiempo; se incentiva la inversión a largo plazo, que los fundadores ya mantienen desde el inicio de la vida social.

Hay derechos de doble voto que se confían únicamente a accionistas que las conservan en su poder por un mínimo de dos años. Los derechos de voto dobles no están asociados a las acciones, sino al accionista, luego no circulan con las acciones. Cualquier acción que se vende, se transfiere o se convierte en una acción al portador pierde sus derechos de voto doble.

Aunque el ordenamiento de un país vete las acciones de voto múltiple, siguen existiendo otros mecanismos distintos que conducen al mismo resultado: pirámides, pactos parasociales de control, derivados. En cualquier caso, con o sin mecanismos CEM de acciones, otros consiguen los mismos resultados con estos mecanismos parasociales o de grupo, así como a través de empresas que se intercambian acciones entre ellas para fidelizarse, etc. Las estructuras piramidales es lo que más se usa, y luego los acuerdos parasociales de control. Efectivamente en algunos países tenemos acciones de voto plural y el uso, en todo caso de estos, es muy importante. Aquí por ejemplo, es donde hay acciones de voto plural y acciones sin voto. En España no hay propiamente acciones sin voto, ya que las que tenemos aquí es un híbrido entre capital y deuda. No son acciones comunes sin voto, que es lo que existe en otros países.

Availability of different classes of shares		
country	multiple-voting shares	nonvoting shares
Belgium	NO	NO
Germany	NO	NO
Denmark	YES	NO
Finland	YES	YES
France	YES	YES
Greece	NO	NO
Ireland	YES	YES
Italy	YES	YES
Luxembourg	NO	NO
The Netherlands	YES	NO
Poland	NO	NO
Sweden	YES	NO
Spain	NO	NO
United Kingdom	YES	YES
Australia	NO	YES
Japan	YES	YES
USA	YES	YES

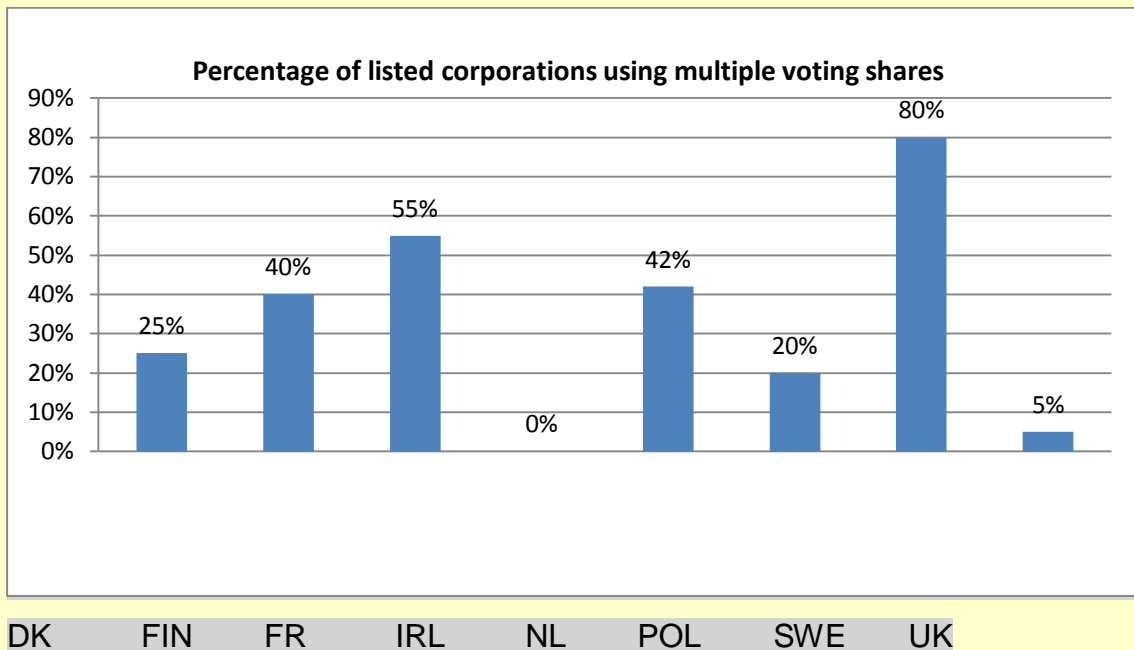
How they do it

Control-enhancing mechanisms in Europe*

	Availability, %	Actual use of, %†
Pyramid structure	100	75
Shareholders' agreements	100	69
Cross-shareholdings	100	31
Multiple voting-rights shares	50	44
Golden shares	44	31
Ownership ceilings	37	25

Source: ISS, ECGI,
Shearman & Sterling

*In 16 EU countries
†proportion of countries



Entre los países que tienen acciones de voto plural, hay distinto uso. Tenemos el caso sueco donde su uso es muy amplio, y países que no las usan al 0%, lo cual nos da a entender que habrá otros CEMS que utilizarán en lugar de éste.

III. EL CASO ABENGOA

La LSC impide emitir acciones de mismo valor nominal y diferentes derechos de votos. Pero, en una lectura atenta, se aprecia que la clave es que ha de mantenerse la proporción de los votos con el valor nominal de las acciones. Nada se dice sobre los derechos económicos de diferentes clases de acciones en el artículo 96, cuyo párrafo 2 establece prohibiciones en materia de privilegio: *No podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia.*

Por su parte el artículo 188.2, al regular el derecho de voto en la sociedad anónima dispone que en este tipo de sociedad *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.*

El caso Abengoa es singular considerando que en España no tenemos acciones de voto múltiple, y el rigor de la regla de proporcionalidad mencionada. Abengoa es una empresa sevillana, de la familia Benjumea sevillana. En plena crisis, ya está en bolsa y necesita financiación. Llamaron a unos abogados que aconsejaron organizar una doble estructura accionarial, emitiendo unas acciones con más derechos de voto que otras. Pese a que la ley dice que tiene que darse una proporcionalidad, la proporción que se contempla es la que ha de haber entre votos y valor nominal de las acciones, así que lo que han hecho los abogados es recomendar emitir unas acciones con 1 euro de valor nominal que tienen 100 derechos de voto y otras con nominal 0.1 que tienen 1 derecho de voto; se mantiene así la proporcionalidad. Otras cuestiones versaron sobre los estatutos, donde hay unas protecciones sobre los minoritarios, pero que son muy bajas.

Desde el punto de vista del mercado, conviene recordar que cotizan más las acciones de la familia Benjumea, que son los que tienen los derechos de control y de voto, que las otras. Esto es una manera de medir los beneficios del control, la expropiación, en ese premio o prima de control, que se traduce en esa diferencia de cotización que el mercado reconoce.

En consecuencia, Abengoa amplió capital emitiendo *una nueva clase de acciones* con las siguientes condiciones:

- Las acciones existentes (en su mayoría propiedad de la familia Benjumea) pasarían a ser “acciones clase A”, de un valor nominal de un euro y 100 votos por acción.
- Las nuevas acciones serían “acciones de clase B”, de un valor nominal de 1 céntimo de euro y un voto por acción. Además, de acuerdo con el artículo 8.3.B de los Estatutos de Abengoa las acciones B tienen los mismos derechos económicos que las A (incluyendo el derecho a dividendo)
- Se prevé una posibilidad de convertir acciones A en acciones B (artículo 8.A.3).

- Finalmente, los Estatutos incluyen una suerte de píldora envenenada o *poison pill* que impide en la práctica la toma de control de Abengoa mediante OPA sin ofrecer el mismo precio a los accionistas de clase B (art. 8.B.5). En principio, esto permite repartir la prima de control entre accionistas de ambas clases, puesto que no se puede “opar” las acciones de clase A, tomar el control de Abengoa y olvidarse de los accionistas B en el camino. Esto, junto al art. 8.B.4 (“Votación separada en caso de modificaciones estatutarias o acuerdos y otras operaciones perjudiciales para las acciones clase B”), otorga protección a los accionistas B para que no sean expropiados por los accionistas A. Protección débil en la línea del art. 103 LSC.

Acciones	VN	Votos	Nº de acciones	Votos	% Votos	% Dividendos
A	1,00 €	100	84.439.681	8443968100	91,79%	10,06%
B	0,01 €	1	755.330.039	755330039	8,21%	89,94%

Como se ve, la estructura dispuesta en los estatutos:

- (i) no incumple la proporción valor nominal-votos exigida por la LSC y;
- (ii) mantiene a Abengoa bajo el control de los Benjumea, que son propietarios de la mayoría de las acciones A (a través de una sociedad instrumental, Inversión Corporativa IC, SA) y controlan casi el 60% de los votos.

Las acciones B de Abengoa (de mayor liquidez) cerraron el 24 de octubre a 3,27€ por acción, mientras que las acciones A cerraron a 3,46€ por acción. Se puede considerar que esa prima corresponde al valor de los votos extra de las acciones A.

Las lecciones que nos puede dar este caso son importantes. Entre otras, que la racionalidad de la norma, a mi entender, es débil. Lo que la norma quería proteger es la regla de una acción un voto; la manera de hacerlo, a través de la formalización de esa regla, es mala, al utilizar el concepto del valor nominal, que puede ser un accidente histórico en la vida de una sociedad. Los abogados

han roto así la regla proporcionalidad, y han creado pese a la norma la doble estructura, manteniendo la letra de la ley. Lo que me llama a mí la atención es que la CNMV nada opuso. La CNMV es la que tenía que haber visto que esta operación iba en contra del espíritu de la ley, pero no ha actuado de policía del sistema, que es para lo que está.

Así, se han creado acciones de hecho acciones voto plural, sin las garantías necesarias para asegurar la posición de los minoritarios. El problema de Abengoa es que se ha pasado administrativamente la operación como un mero aumento de capital, la mayoría de la familia Abengoa y los otros *insiders*; estudios empíricos, sobre todo los de Laporta, hablan de una correlación entre el valor de la empresa y la protección de los *outside investors*. Normalmente esto lo consiguen mecanismos de mercado, pero normalmente se requiere del derecho.

En España la protección de estos mecanismos es por tanto débil. Solo tenemos mecanismos de impugnación, pero no para proteger bien a los socios minoritarios en las empresas que hagan este tipo de operaciones. El artículo que tenemos en la LSC para proteger a los minoritarios es únicamente el 190, que trata problemas de conflictos de intereses entre socios, porque son tres tipos de acciones con tres tipos de contenido de voto¹.

¹ Artículo 190 Conflicto de intereses

1. El socio no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a sus acciones o participaciones cuando se trate de adoptar un acuerdo que tenga por objeto: a) autorizarle a transmitir acciones o participaciones sujetas a una restricción legal o estatutaria, b) excluirle de la sociedad, c) liberarle de una obligación o concederle un derecho, d) facilitarle cualquier tipo de asistencia financiera, incluida la prestación de garantías a su favor o e) dispensarle de las obligaciones derivadas del deber de lealtad conforme a lo previsto en el artículo 230.

1. En las sociedades anónimas, la prohibición de ejercitar el derecho de voto en los supuestos contemplados en las letras a) y b) anteriores solo será de aplicación cuando dicha prohibición esté expresamente prevista en las correspondientes cláusulas estatutarias reguladoras de la restricción a la libre transmisión o la exclusión.

2. Las acciones o participaciones del socio que se encuentre en algunas de las situaciones de conflicto de interés contempladas en el apartado anterior se deducirán del capital social para el cómputo de la mayoría de los votos que en cada caso sea necesaria.

En este artículo tenemos tres bloques de protección: uno en el que hay abstención del socio *conflictado*, que es la solución dada para resolver problemas históricos, traídos de la doctrina alemana, que tienen que ver con sociedades cerradas y no con problemas de expropiación. Aquí, en el apartado uno, es donde tendría que estar tratado este tema de las expropiaciones. Al aprobar un tipo de operación como la de Abengoa, se tendría que exigir la aprobación de los socios minoritarios.

El siguiente grupo del 190 es de pura litigación: la impugnación de acuerdos sociales. Es verdad que con la última reforma ha cambiado la carga de la prueba. La experiencia nos dice que hay poca esperanza para resolver el problema de las minorías a través de este medio.

El último caso contemplado es el de los conflictos posicionales, que el precepto deja tal cual. La regla da tres medicinas distintas para tres casos distintos. El caso Abengoa tendría que haber estado, en resumen, regulado en el primero. Las previsiones que tenemos son propias de operaciones en sociedades cerradas, como la de excluir al socio de la sociedad; sin embargo, para operaciones importantes vinculadas del socio de control en sociedades abiertas no tenemos nada más que el remedio de la impugnación. No hay ningún mecanismo *ex ante* de protección, porque no son administradores los que operan.

3. En los casos de conflicto de interés distintos de los previstos en el apartado 1, los socios no estarán privados de su derecho de voto. No obstante, cuando el voto del socio o socios incurso en conflicto haya sido decisivo para la adopción del acuerdo, corresponderá, en caso de impugnación, a la sociedad y, en su caso, al socio o socios afectados por el conflicto, la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social. Al socio o socios que impugnen les corresponderá la acreditación del conflicto de interés. De esta regla se exceptúan los acuerdos relativos al nombramiento, el cese, la revocación y la exigencia de responsabilidad de los administradores y cualesquiera otros de análogo significado en los que el conflicto de interés se refiera exclusivamente a la posición que ostenta el socio en la sociedad. En estos casos, corresponderá a los que impugnen la acreditación del perjuicio al interés social.

IV. RECAPITULACIÓN

¿Cuál es la racionalidad de la norma? Poner en cuestión el uso del valor nominal en ciertas disposiciones legales (e.g., arts. 59.2, 78, 96, etc., de la LSC), cuando la cifra suele ser un simple accidente histórico.

También pone en cuestión la norma, por otra parte, la vigencia de la regla contenida en los arts. 96.2 y 188.2, cuando es tan fácil crear como hemos visto alternativas equivalentes en la práctica a las acciones de voto plural, por ejemplo emitiendo distintas series del mismo valor nominal pero con diferente cantidad de votos. No se obliga en la Ley de Sociedades de Capital a guardar la proporcionalidad entre *inversión y voto*.

La cuestión a la que debe responder el legislador es la relativa a cómo proteger a los minoritarios eficazmente. En este terreno debe tenerse en cuenta entre otras cosas:

- a. El papel que tiene que jugar la CNMV como supervisor del mercado de valores, que debería ser mucho más activo y participativo sobre todo en el mercado de control.
- b. La “protección” que debe otorgar a los inversores menos protegidos el derecho de sociedades: si la protección legal de los inversores externos es defectuosa, se ha demostrado que su desprotección afectará negativamente al valor de la empresa y a los dividendos (como han concluido La Porta y otros en varios estudios, de 2000 y 2002, y también Shleifer y Wolfenzon (2002)).
- c. El propio mercado de control y sus movimientos internacionales. En los países con baja protección legal los accionistas externos pagarán en principio las acciones a menor precio o con un descuento en bolsa porque anticipan que parte de los beneficios serán apropiados por los socios de control –beneficios privados-, y ese descuento se refleja en el dividendo, por lo que el dividendo será menor.

- d. En España la protección del inversor en este punto es débil, porque no está prevista en estos casos una regla de abstención obligatoria del mayoritario (sí es obligatoria en cambio su abstención en otros casos), ni hay como alternativa un derecho de salida del minoritario como hemos visto, por lo que sólo puede recurrir a la impugnación.

PROPIEDAD Y CONTROL: PROBLEMÁTICA ASOCIADA A LOS GRUPOS DE ESTRUCTURA PIRAMIDAL

Mónica FUENTES NAHARRO*

Esta ponencia se centra en la conformación del capital en las estructuras societarias piramidales y en los problemas que ha observado la doctrina en la práctica desde hace varias decenas de años, en relación con ello.

Los grupos piramidales son una realidad muy abundante en Europa. Son el ejemplo más común de alejamiento de la regla de proporcionalidad entre propiedad y control. Para entender el concepto de grupo piramidal, tal y como hace la doctrina, es bueno utilizar un ejemplo grueso, ya que son los más ilustrativos para imaginar lo que es una pirámide y entender lo que ocurre a raíz de su existencia y funcionamiento. Además, la realidad demuestra que estos ejemplos gruesos también son reales a menudo. Imaginemos que una sociedad A se constituye con 100 millones de capital que constituye a su vez una sociedad filial B con 50 millones. A su vez la sociedad B constituye otra sociedad filial C, con 25 millones y ésta a su vez constituye otra sociedad filial con 12'5 millones; y así sucesivamente de manera que nos alejamos cada vez más de la correlación entre control y capital, en una cadena societaria indefinida. Un capital –inversión- de 100 millones y un valor nominal de las acciones de 187,5 millones, en este ejemplo grueso.

Este fenómeno se conoce como *piramidación*, entramado de sociedades que ha sido calificado de patológico y por tanto como algo que hay que desterrar, como se propuso en el informe europeo al respecto, sobre el que hice un pequeño trabajo. Una de las razones por las que esa iniciativa de destierro fracasó es porque las pirámides societarias, al final, son plenamente legítimas y plantean dos problemas clásicos, sobre las que hay discutir si son o no

* Profesora Titular de Derecho Mercantil (ac.). Universidad Complutense de Madrid.

salvables: un problema de capital y otro problema de conflictos de intereses y responsabilidad derivada de éstos.

Con relación al segundo problema, el de los conflictos de interés que producen las pirámides, debe señalarse que surgen cuando se enfrentan los intereses de varios socios de las distintas sociedades que están en ellas. En estos casos suele haber un conflicto intra-grupo, y es difícil hacer prevalecer el interés del grupo frente al interés de cada una de las sociedades involucradas en el mismo.

Respecto al problema de capital que se da en estos grupos piramidales, advertiré que no está vinculado directamente al núcleo de la sociedad dominante, y por tanto a la dirección del grupo. Los problemas del capital en los grupos piramidales se plantean distintos aspectos que no están ligados al funcionamiento del grupo, a la dirección unitaria. Están más bien ligados a la estructura de formación o configuración de las sociedades del grupo. Los problemas de conformación del capital de las sociedades del grupo han planteado en la práctica problemas de gravísima resolución en los grupos que se acogen a un sistema de *cash-pool*, que es un modo de gestión de tesorería habitual y de uso legítimo en el seno de los grupos. Estos problemas están ligados a la estructura en sí de cada sociedad perteneciente al grupo.

En 1942, cuando se promulgó el Código Civil italiano, ya el legislador se pronunció, desde un punto de vista reduccionista, acerca de que uno de los problemas que surgían en las sociedades tenía su origen en el modo en que se forma el capital. Sin embargo, estos problemas pasaron desapercibidos durante mucho tiempo, hasta que posteriormente la doctrina alemana comenzó a prestarles atención hace unos treinta años.

El primer problema de las estructuras piramidales es que la formación de capital que se produce en ellos acaba traduciéndose en un incremento del riesgo de crédito, con los consiguientes posibles perjuicios para los acreedores de las sociedades que lo integran. Se produce en las pirámides el que se denomina “efecto pirámide o telescopio”, que es una multiplicación ficticia o

irreal del capital. Se ha llegado en este sentido a hablar de una situación de infracapitalización material o efectiva del grupo de sociedades.

Se critica con razón que a menudo los jueces y la doctrina, entre otros operadores jurídicos, abordan la realidad del grupo desde una consideración atomista o individual de las sociedades que lo forman, y no desde una perspectiva global o grupal. Así, no se tiene generalmente una toma de conciencia de que, según dicen unos, la inversión por adquisición de acciones o participaciones en una estructura piramidal supone un mayor riesgo que la inversión directa. Los riesgos fundamentalmente surgen para los acreedores de la sociedad matriz, porque cuando se produce una crisis en la base, el patrimonio viene siendo empleado a favor de los acreedores y, según señala la doctrina extranjera, cada pérdida en la nieta, minora a la hija y su vez acaba en la madre, de forma que acaba minorando a los acreedores de las matrices, que acaban estructuralmente postergados. Nadie se ocupa de esta cuestión, por otra parte, porque todo el mundo cree que la matriz es la beneficiaria de todo y que sus acreedores están estupendamente protegidos, cuando esto en la práctica no es así. De hecho, realmente en la práctica se prima el beneficio de las sociedades filiales en perjuicio de la sociedad matriz, aunque el pensamiento general es que todo lo se hace en el grupo redundando siempre en beneficio de la sociedad matriz. Tenemos en este sentido bastantes ejemplos prácticos de grandes inversiones de empresas realizadas en Hispanoamérica.

La doctrina comparada ha propuesto, para paliar estos problemas, concebir que el capital social de la matriz integre todas las participaciones o capitales sociales de cada una de las sociedades participadas por ella o, en su defecto, que la ley imponga la obligación de constituir unas reservas indisponibles. Sin embargo, esta solución es muy discutible, porque la participación accionarial es un bien en sí mismo, y no es en ningún caso ilícito invertir en una participación de capital. Lo que ha demostrado la experiencia europea, y lo que asimismo demuestra observar la mayor parte de las legislaciones europeas, es que no hace falta legislativamente abordar esta solución. La debida tutela de los acreedores se puede conseguir mediante la vía de la publicidad, mediante la consolidación de cuentas y mediante la vía

contractual, de modo que ellos puedan ejercitar acciones frente al deudor incumplidor.

Desde luego, la estructura piramidal es lícita, pero eso no significa que no entrañe riesgo. La doctrina española se ha hecho eco de este peligro desde hace años y ha propuesto una reinterpretación de nuestro Derecho (*lege ferenda*, aunque la considero de difícil aplicación) que consiste en considerar que las cuentas consolidadas son una prolongación de las cuentas individuales de la propia sociedad dominante, de forma que a la hora de repartir dividendos se haya de tener en cuenta esa cifra global de capital. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que el balance consolidado es una medida informativa, por una parte, y por otra, que en nuestro país sólo consolidan las grandes sociedades, lo cual supone un problema importante porque en los demás casos muchas veces ni siquiera se sabe cuándo hay grupo y cuándo no. Las sociedades españolas en general se acogen a las excepciones previstas por la Directiva que obliga consolidar las cuentas anuales.

Lo que es evidente es que no hay una obligación de capitalizar el grupo. El problema se ha planteado y lleva años debatiéndose, pero como cuestión dógmatica más que para resolver problemas en la práctica. Lo que también plantea la formación del capital de las sociedades piramidales son problemas que se agudizan cuando si existe, además, un sistema de *cash pooling* entre las sociedades. El *cash pooling* es un sistema de gestión centralizada de la tesorería de las sociedades del grupo; el que plantea más problema en la práctica es el *share balance system*: cada sociedad tiene una cuenta corriente y a las doce de la noche se hace un barrido del líquido que tiene cada una y se pasa a la cuenta corriente de la sociedad matriz, que es la cuenta *pooler* –o también, la llevada por el gestor de la sociedad matriz, que no tiene que ser necesariamente ésta; la sociedad gestora hace entonces el barrido o cubre los *déficits*-. El *pool* funciona con flujos ascendentes y con flujos descendentes. Si hay un déficit de tesorería se cubre, para que siempre haya un *zero balance* y, si hay exceso de liquidez, el mecanismo bancario creado al efecto manda el exceso de liquidez a la sociedad matriz, para que siempre haya equilibrio en la tesorería. Todo el patrimonio de las sociedades se integra en el *pool*.

Este mecanismo ha planteado problemas de los que se ha hecho eco la doctrina italiana y la alemana desde hace décadas, relacionados con su posible convivencia con el cumplimiento cabal de las obligaciones de desembolso de aportaciones, sobre todo en sociedades limitadas, en las que debe ser total; esta cuestión ha tenido eco sobre todo en Alemania, donde no hay derecho de grupos en sociedades limitadas. También se ha planteado allí si esos barridos suponen de hecho una devolución de aportaciones de la filial a la matriz, que es su socio al fin y al cabo. Es decir, se plantea si ese mecanismo en las estructuras piramidales supone una vulneración de la obligación de desembolso, y en su caso, una vulneración también de la obligación negativa de no poder restituir dividendos vinculados a la cifra de capital social.

La doctrina alemana venía creando estándares para hacer compatibles los sistemas de *cash pooling* con las sociedades piramidales. En los estándares creados se consideraba que la aportación se hace realmente como una especie de préstamo, porque esos flujos ascendentes tienen naturaleza de préstamo, donde, como hay obligación de restitución del principal, no hay un perjuicio patrimonial sino cumplimiento de esta obligación, y por tanto no hay verdaderamente devolución de aportaciones. Realmente, de esta forma no debe entenderse irregular a este respecto la operación de barrido, sino que siguiendo la calificación de préstamo debe interpretarse como una operación neutral a efectos de balance: la sociedad obtiene un crédito frente al socio igual a lo prestado, sin que pueda considerarse una devolución de aportaciones y sin modificación del patrimonio neto.

En resumen, existe el *cash pooling* y puede convivir con nuestras normas. El problema fue que posteriormente el Supremo, en 2003, impuso unos estándares de solvencia para proteger a las sociedades, presumiendo que pudiese no haber un retorno de esos préstamos. Se empezaron a exigir esos estándares de fiabilidad económica del socio, de forma que se garantizase que éste iba a tener capacidad crediticia para pagar; algo así como una especie de *insolvency test* en el marco del *cash pooling*.

Debido a esta problemática, de la cual aquí estamos empezando a enterarnos, lo que se ha hecho en Alemania finalmente es abandonar estas construcciones dogmáticas, porque posteriormente el Tribunal Supremo introduce una cláusula como requisito adicional en esas estructuras, de manera que se caen los sistemas de *cash pooling*. La MoMiG alemana de 2008 establece dos reglas en sendos preceptos (art. 30 para limitadas y art. 19.5 para anónimas) que disciplinan respectivamente las obligaciones de desembolso efectivo y de no restituir dividendos, manteniendo el principio de que no se pueden hacer restituciones de dividendos que equivalgan a una aportación de capital –cf art. 273 LSC-. Este último aspecto, la prohibición de disponer del patrimonio vinculado a la cifra del capital social, es una problemática que existe en toda Europa, por imposición de la Segunda Directiva.

Como puede observarse, en Alemania se han establecido especificidades en la norma para proteger los sistemas de *cash pooling* en el contexto de los grupos piramidales. Esto se puede trasladar con matices a nuestro Derecho, aunque no está tan claro: plantea problemas especialmente en el ámbito concursal, puesto que estas operaciones se ven con mucho recelo, y los jueces de lo mercantil están empezando a dudar si la sociedad concursada está o no integrada en un cash pool, si procede el ejercicio de las acciones de reintegración, o si se ha vulnerado la doctrina del capital.

Puede decirse que un *cash pooling* bien llevado no perjudica el patrimonio ni vulnera las normas de dotación del capital. Lo que hace es maximizar el funcionamiento eficiente de un grupo. Es cierto, que en sí mismo, es una asistencia financiera propia, que tiene el grupo y que le hace funcionar a nivel económico mucho mejor, le reduce los costes de los recursos externos a otros bancos. Además, hace más fuerte la posición de la sociedad matriz para negociar con terceros, la *pool master account*, que tiene una posición patrimonial normalmente muy sólida y con gran disponibilidad, como para incluso ella ser quien negocia los préstamos de las filiales frente a los bancos. Normalmente se encarga de la caja y de la gestión financiera del grupo; la llevanza de la política gestión financiera del grupo es uno de los elementos que

constituyen la dirección unitaria de un grupo de sociedades, e incluso es uno de los elementos que conforman la naturaleza del grupo. Si no existiese una política financiera unificada, sería dudosa la existencia de un grupo de sociedades, lo cual no quiere decir que tenga que tener un sistema de *cash pooling*, sino que al final, la existencia de este sistema es una manifestación más de la política financiera unificada.

Además, rizando el rizo, existe otro problema que se está empezando a producir. La matriz quiere integrar una nueva socia en el grupo, para lo cual utiliza el *pool*. Esta operación puede entenderse como “deuda de adquisición”, si se usa todo el *pool*, o si solo se emplea una parte de éste y otra parte se instrumenta a través de préstamo bancario. En todo caso el prestatario –la filial– contrae una deuda de adquisición con la matriz prestamista. Pero claro, la filial está retornando flujos todos los días, a modo de reembolso del préstamo. ¿Eso cómo se califica? Desde un punto simplista, podría interpretarse como asistencia financiera, prohibida por la ley. Pero esto es un apriorismo erróneo porque el *pool* no tiene la finalidad de la asistencia al no ser para la adquisición de capital únicamente, sino que atiende a una finalidad mucho más amplia en el grupo. Sirve de hecho para todo, si hay una caja única: desde pagar las nóminas, hasta pagar el recibido de la luz, hasta pagar la pequeña compra de la nave, a hacer de *netting*, porque el *cash pooling* suele tener un sistema de *netting* integrado. Por tanto, creo que el uso sistema de *cash pooling* no debe entenderse como vulneración de la normativa de asistencia financiera cuando por la dominante se están recibiendo flujos ascendentes de la filial.

ASPECTOS SOCIETARIOS Y DE MERCADO RELATIVOS A LA ALTERACIÓN DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD ENTRE CAPITAL Y VOTO

José María MUÑOZ PAREDES*

I. PRELIMINAR

Dos consideraciones iniciales son importantes con relación a la posible ruptura del principio de proporcionalidad entre capital y voto:

Primera. Hay muchos mecanismos para romper esa proporcionalidad. Algunos ni siquiera los habremos visto probablemente, pero existen seguro en la ingeniería financiera. El informe de la UE patrocinado por la Comisión Europea ha detectado trece, pero a todos se nos ocurre alguno más. Yo me voy a centrar en el caso paradigmático, que es el de las acciones con voto plural, el que está de moda tras lo ocurrido con Abengoa. Dentro de esos medios, hay algunos que se pueden considerar como claramente societarios, de los que ya hemos hablado; y hay otros que vienen impuestos por cuestiones o problema ajenos al derecho de sociedades, principalmente del mercado de valores, como los ADR, los certificados de depósito de acciones, utilizados para conseguir que determinadas acciones de empresas cotizaran en mercados secundarios extranjeros.

Segunda. La segunda consideración que me gustaría hacer es que, normalmente, al abordar esta cuestión de la proporcionalidad, se suele considerar en la doctrina que el problema está en el propio mercado de valores y no en el contrato de sociedad. Por eso buena parte de la literatura sobre acciones con voto múltiple nos lleva directamente al derecho de opas, a la configuración de las medidas anti-opa, a la posibilidad de utilizar o no las *poison pills* (pues cuando se toma el control repentinamente, por ejemplo, se duplican

* Catedrático de Derecho mercantil de la Universidad de Oviedo. Socio de Garrigues.

las acciones a un precio súper atractivo) o los *staggered boards* (surgiendo en relación con esta medida el problema de que generalmente hay que esperar unos tres años para conseguir un consejo de administración favorable).

Al hacer nuestras consideraciones sobre el principio de proporcionalidad, desde el punto de vista que nos ocupa en esta jornada, debemos centrarnos en este punto un poco más en los problemas que plantea el derecho de sociedades, donde la cuestión que aquí se plantea en primer lugar es la del problema clásico separación entre propiedad y control. Todo lo que llevamos discutiendo aquí y en la literatura no es en el fondo más que una manifestación más de este problema de agencia, si bien tiene incidencia en el mercado de valores, en su regulación y en la relativa a las ofertas públicas de adquisición de valores.

II. EL MERCADO DE ACCIONES DE VOTO MÚLTIPLE: CASOS PRÁCTICOS Y CONSIDERACIONES SOBRE SU USO PARA UNA FINANCIACIÓN ÓPTIMA MANTENIENDO EL CONTROL DE LA SOCIEDAD

Estas acciones de voto múltiple están de gran actualidad en diversos mercados de capitales, y sobre todo en el mercado estadounidense. Fíjense hasta qué punto. Por ejemplo, en el caso de Facebook el fundador tiene un 18% del capital pero controla el 57% de los votos, con lo que la proporcionalidad entre capital y voto está completamente desfigurada. Al tener esta estructura de control, Facebook consigue además acogerse a una de las reglas especiales de cotización del NASDAQ que impiden que se apliquen los criterios de entrada de consejeros independientes en el *Board*, porque a esas compañías controladas establemente no se les aplican estas reglas, entre otras, de buen gobierno corporativo.

En Estados Unidos, el empleo de las acciones de voto múltiple está generalizado para grandes empresas cotizadas, en las que se considera –y así lo reconoce el legislador del mercado de valores- que, por estar ya presente la

mayoría del capital social en el órgano de administración o consejo, no se necesitan expertos independientes que protejan el capital social flotante.

Otro ejemplo de este fenómeno es el de Google, en que antes de la reciente operación de división de acciones en otras de menor valor nominal o *split*, los dos socios fundadores tenían uno el 15% del capital y el otro un 57%. Hacen, con su voto a favor, el split, y siguen teniendo el control de la mayoría del capital; pero es que si se quieren desprender de las nuevas acciones emitidas sin voto, siguen teniendo el 57% de los votos. Han aumentado el número de acciones, pero en la zona de acciones sin voto, consiguiendo más financiación sin perder el control de decisión. Es un mecanismo de reforzar el control que da lugar a fenómenos llamativos para la mentalidad europea tradicional del derecho de sociedades y del legislador que trata de preservar el principio de proporcionalidad.

¿Qué percepción tenemos en Europa de las acciones de voto múltiple y de otros mecanismos de alteración de la proporcionalidad? Puede afirmarse que en la doctrina española, como también en la de otros países de nuestro entorno, son muy variadas las opiniones. Mayor unanimidad de percepción hay en el mercado de valores entre los operadores donde, en la generalidad de las bolsas europeas, los gestores de la inversión institucional y los inversores institucionales directos están en contra de las acciones de voto múltiple. En el informe patrocinado por la UE, se observa una opinión muy negativa de 181 de 252 de los inversores institucionales preguntados acerca de estas emisiones. Una opinión profesional, por tanto, manifiestamente contraria a romper la proporcionalidad mediante la libertad de emisión de acciones de voto múltiple, por entender estos operadores que perjudica su papel potencial en el control de las sociedades. En este sentido, un reciente *paper* del BCE, que no deja de ser una investigación privada, señala en las conclusiones del estudio empírico, referido a mercados europeos de renta variable, que las sociedades que unifican sus clases de acciones son más activas en la emisión de nuevas series de acciones; los autores del trabajo entienden sin embargo que no hay que prohibir las acciones de voto plural porque afirman que, al final, en la práctica, cuando esas sociedades necesitan verdaderamente acudir al mercado de

capitales, acaban unificando las acciones. Si no, sus posibilidades de financiación pública se ven drásticamente reducidas.

En el informe que con posterioridad hace la Comisión, después de recibir el informe externo, se hace esa afirmación tan peyorativa, referida a las acciones de voto múltiple de que “esas medidas constituyen un importante incentivo para los gestores y acciones para extraer beneficios particulares a costa del resto de socios”. Se habla de extracción de beneficios privados ahí en un sentido de apropiación indebida, de dolo. En relación con esta percepción recuerdo que hay un informe publicado por un instituto norteamericano en que se analiza la evolución en diez años de las sociedades con voto múltiple, donde se llega en esa línea de razonamiento a la conclusión empírica de que el retorno del accionista es menor en la media de diez años cuando hay voto múltiple, y además se concluye que tienen esos títulos también mayor volatilidad.

Pero no todo son críticas contra este mecanismo, puesto que la experiencia reciente nos ha enseñado que también se dan casos muy positivos de crecimiento corporativo con financiación adecuada y buen gobierno, estando presentes estas emisiones que permiten a los socios fundadores o a un grupo de control mantener este. Así, si cuando Facebook salió a Bolsa las críticas que recibió fueron múltiples y muy negativas, por la tenencia o retención del control que suponía crear nuevas acciones de doble voto, sin embargo posteriormente y aunque sufrieron estas una caída bursátil tremenda, ahora están muy por encima del índice, que es el amarillo.

Y en el caso de la emisión correspondiente a las acciones de voto múltiple de Google sucedió igual; aquí, al aprobarse el split en junta, se pretendió eliminar las diferentes clases de acciones de forma que las acciones de los fundadores tuvieran el mismo número de votos que el resto. Consiguieron estos 180 millones de votos en junta a favor de esa propuesta; pero claro, los otros dos votantes, solo ellos, ya tenían el doble, por lo que el resultado fue de 551 millones en contra de igualar las acciones. Y, aunque se

decía que las acciones de solo un voto iba a tener peor cotización que las que tienen diez, esta prima de control no se ha confirmado en el mercado.

Visto todo esto, no podemos decir que haya ninguna opinión que no sea extrema en la literatura extranjera, a favor o en contra de este instrumento.

III. LA REGULACIÓN COMPARADA EN EUROPA

Hemos escuchado aquí que en los países escandinavos están muy difundidas las acciones sin voto, y en Holanda; que en otros países caben, pero que no están muy difundidas. Pero vamos a repasar brevemente la situación en los ordenamientos que han servido de inspiración al nuestro:

1. Francia

Se permitió inicialmente en las sociedades anónimas la emisión de acciones de voto múltiple. Después de la primera guerra mundial, se observó que algunos inversores usaban estas emisiones para aprovecharse comprando las acciones precisas que les permitieran tomar el control, adquiriéndolas de personas que estaban en la miseria tras la guerra; y se prohibieron. Es una de esas normas que se califican de derecho mercantil de guerra.

El Código de Comercio francés, en el art. 228.11, establece que después de constituirse la sociedad se pueden crear acciones *de preferencia*, con o sin derecho de voto, con derechos particulares de toda naturaleza, a título temporal o permanentes. Permiten dar derechos distintos, pero las emisiones de estos títulos tienen que respetar las disposiciones de los estatutos y, naturalmente, respetar las disposiciones 225.10 y 225.122. Este último precepto pone el acento en la regla de proporcionalidad, disponiendo que el derecho de voto unido a las acciones de capital es proporcional a la *cantidad de capital*, y que cada acción tiene que dar derecho como mínimo a un voto. Así, rige con generalidad el principio de proporcionalidad entre capital y voto, sin perjuicio de que se puedan dar situaciones especiales que alteren el principio, por ejemplo,

por razones de lealtad o por la antigüedad en la empresa, que permiten a los accionistas antiguos adquirir más votos dentro de los límites de la ley; pero sí se mantiene el principio, lo que excluye el voto plural.

2. Alemania

Al principio los derechos de voto múltiple estaban permitidos totalmente. Posteriormente, se permitieron sólo previa autorización administrativa, que podía denegarse por razones de interés general, lo que quebró la proporcionalidad; quiebra que se ha agudizado, pues ahora se prohíben expresamente estas emisiones.

3. Italia

El CC italiano establece que las acciones tienen que reconocer los mismos derechos y ser iguales de valor. Hasta 2014, el art. 1351 CC prohibía emitir acciones con voto múltiple, rechazando cualquier alteración de la regla de proporcionalidad.

Sin embargo, el párrafo anterior del precepto dice ahora que los estatutos de las sociedades que no acudan al mercado de capitales, es decir, de las no cotizadas, pueden prever la limitación del derecho de voto. Cabe así la posibilidad de que ahora el derecho de voto esté “capado”.

Se decía tradicionalmente que este, el 1351 CC, era un artículo básico en la configuración nacional del derecho de sociedades. Posteriormente, sin embargo, se ha aprobado una versión de la ley que pasa a derogar el principio: dejando a salvo lo previsto en leyes especiales, los estatutos de las sociedades pueden crear acciones de voto múltiple.

Cada acción de voto múltiple, por otra parte, puede disponer de hasta un máximo de tres votos. Se limita ese número de votos hasta tres, frente al caso de otros ordenamientos donde es frecuente permitir hasta diez. Se ha modificado también, finalmente, el párrafo relativo a la imposición del límite del

número máximo de votos, aplicándose también ahora para sociedades cotizadas. Por tanto, también en Italia se está favoreciendo el control de las sociedades o su retención por accionistas con este derecho.

4. España

En España, como es sabido, la práctica totalidad de la doctrina mercantilista tradicional dice que el de proporcionalidad es un principio básico y absoluto de nuestro derecho de sociedades, además recogido doblemente en la ley para las anónimas y para las limitadas (cf. artículo 188 LSC).

Sin embargo, este principio ha ido decayendo posteriormente en el ámbito de las sociedades de capital más cerradas, porque en la exposición de motivos de la LSRL de 1995 se establece ya que, por aplicación del principio de autonomía de voluntad, cabe que los estatutos reconozcan a un socio con una sola participación tantos derechos de voto como se quiera. Se mantiene sin embargo formalmente la manifestación del principio de proporcionalidad en la prohibición de las acciones de voto múltiple para las sociedades anónimas.

En segundo lugar hay que recordar que tenemos en nuestro ordenamiento societario otras limitaciones, como son las relativas al número máximo de votos o la posibilidad de las acciones sin derecho de voto, que en derecho español actualmente, no pueden ser consideradas simplemente una especie de obligaciones.

La conclusión a la que tenemos que llegar es que el único punto donde se respeta el principio de proporcionalidad, y solo para las sociedades anónimas, es en el referente a la prohibición del voto múltiple, concretada en la regla de que no se pueden emitir acciones de voto múltiple. En lo demás, ese principio puede considerarse inexistente. Ahora mismo, en los debates doctrinales nos planteamos si debemos eliminar la prohibición de alterar el principio de proporcionalidad.

La solución a este problema debe darse considerando sobre todo que hay muchos mecanismos que permiten llegar al mismo resultado, por lo que hay

que volverse hacia la realidad; y, en mi opinión, conviene no abogar por dicha eliminación, y así mantener el principio general.

IV. CONCLUSIÓN

Me parece que prohibir las acciones de voto múltiple en España tampoco va a conseguir demasiado. En el informe patrocinado por la UE nos encontramos con que, en España, el número de sociedades en que se respeta totalmente ese principio, que no dispone ninguna de esas medidas de reforzamiento del control, está en un 38%. Si vamos a los países en los países donde existen las acciones con voto múltiple, se respeta en mayor medida la proporcionalidad entre capital y voto. Salvo Estonia, Letonia y Lituania, ningún país se ha adherido a la Directiva que hace decaer los derechos de voto múltiple.

La conclusión es que no existe hoy ningún principio básico en nuestro ordenamiento que nos impida introducir las acciones de voto múltiple. Es una cuestión exclusivamente de política legislativa. No sería bien vista la medida legal introductoria, porque se consideraría una decisión del legislador contraria a los intereses de los distintos grupos de inversores (minorías que aspiran al control, distintos inversores institucionales); pero lo cierto es que si se permitiesen las acciones con voto múltiple no se alteraría significativamente la estructura de capital de nuestras sociedades; nos encontraríamos con una realidad muy parecida a la actual.

La ventaja que tiene el reconocimiento de las emisiones de acciones de voto múltiple, sin ninguna duda, es que al menos, sabremos lo que el mercado está haciendo, y no ocurriría como en el caso Abengoa, en que no se enteró nadie. Es mejor la transparencia que se ofrece en los mercados anglosajones, donde en cada oferta pública se anuncia el juego de control. Así, en el caso de la emisión antes mencionada de Google se puede leer en el folleto informativo un párrafo en el que se indica de forma transparente a los inversores quiénes son las personas que controlan la sociedad y se benefician del voto múltiple para retener el control, de forma que al inversor se le viene a transmitir un mensaje

claro que le permite decidir con conocimiento: “los votos tenemos nosotros, porque pensamos que es lo mejor; si Vd. no quiere asumir ese riesgo es decisión suya invertir, pero le advertimos de que creemos que reteniendo el control creamos más valor”.

Ahora bien: si finalmente se permite emitir acciones de voto múltiple, debe hacerse con una legislación que permita evitar los abusos de ese derecho. Lo que no se puede es considerar que tener la mayoría de los votos es poder hacer con la sociedad lo que se quiera. Precisamente, en algunas legislaciones se justifica la emisión de acciones plurales o la posibilidad de dar votos plurales a las acciones -pese a que tienen el mismo riesgo de capital- sobre la premisa de que es lo más beneficioso para la sociedad.

En definitiva: las acciones de voto múltiple deben emitirse realmente para aumentar el beneficio de la sociedad, y no para provecho particular o beneficio de un socio, por muy fundador o familia fundadora o socio antiguo o veterano que sea.

HACIA UNA REGLA SOCIETARIA DE EXTRAPOLACIÓN DEL RENDIMIENTO PREVIO DEL SOCIO DOMINANTE COMO JUSTIFICACIÓN DE LAS ALTERACIONES AL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD ENTRE CAPITAL Y VOTO

Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ*

I. ELEMENTOS DE COMPETENCIA EN EL MERCADO DE CONTROL QUE PROPICIAN LA ALTERACIÓN DE LA REGLA DE PROPORCIONALIDAD EN SOCIEDADES ANÓNIMAS, Y SU RECONOCIMIENTO NORMATIVO

La Comisión Europea viene impulsando desde hace más de una década la racionalización de los mecanismos legales participativos de los socios de grandes compañías, fomentando el ejercicio de sus derechos políticos en aras de la maximización de valor de las sociedades, en el contexto de lo que se ha dado difusamente en llamar “democracia accionarial”, de un lado; y de otro, viene asimismo propiciando el mantenimiento en el derecho de sociedades el principio de proporcionalidad entre voto y capital, esencialmente para evitar fenómenos generadores de ineficiencia societaria, y en particular las situaciones en las que:

a) Determinados grupos de inversores, y especialmente en el caso de ciertas minorías con objetivos potencialmente expropiatorios de derechos correspondientes a otros grupos accionariales, puedan gobernar de hecho o de derecho, con perjuicio no solo para el interés de estos grupos, sino para el interés social, o bien

* Profesor Propio de la U. P. Comillas, y coordinador del Grupo “Derecho, Mercado y Sociedad Global Sostenible, en cuyas tareas se incardina este escrito.

b) Concretos socios de control, formando mayorías que gobiernan abusando, pretiriendo o limitando injustificadamente de facto el ejercicio correcto de los derechos que corresponden a otros accionistas se blinden, perpetuándose en el poder corporativo y limitando las posibilidades de expansión de la sociedad, especialmente en caso de formularse una opa hostil potencialmente benéfica para aquellas posibilidades -este era el objetivo inicial de la *breakthrough rule*, como recordaba I. SÁEZ LACAVE en “Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto”, 1 *InDret* (2011), 4.

Las consecuencias normativas de ese fomento público europeo de la competencia entre minorías de control y potenciales mayorías eficientes, en el plano del derecho de sociedades de los Estados miembros, han sido de amplio espectro.

En el plano particular del mantenimiento del principio de proporcionalidad entre voto y capital como medida preventiva de abusos, la generalización del combate contra las acciones de voto múltiple se ha extendido incluso en ordenamientos tradicionalmente proclives a la libertad de configuración estatutaria de las emisiones de valores que facilitan la alteración del principio. Es el caso por ejemplo de Italia (cf. 2351 del *Codice*, que desde 2003 elimina los *voting caps*) o, con otro alcance, el de Alemania (c. 134 AktG, redactado según la ley de transparencia conocida como KonTraG en 1998, suprimiendo el voto múltiple). Siguiendo esta línea de intervención normativa se han ido suprimiendo o limitando las emisiones de acciones de voto plural y ciertos blindajes de las minorías de control o de las mayorías, en aras de un mercado de control más eficiente y competitivo.

Sin embargo, la polémica está lejos de quedar resuelta, en la medida en que puede pensarse que la competitividad en el mercado de control no asegura la eficiencia, sino que puede obstaculizarla. Este modo de razonar propio del legislador de algunos Estados miembros ha propiciado que, pese a todo el despliegue comunitario de la idea de libertad de mercado aplicada al mantenimiento del principio de proporcionalidad, y precisamente en aras de la libertad de mercado y de la autonomía de la voluntad de los socios, valgan y se usen aún mecanismos de *control enhancement* como las acciones *multivoto* en Suecia, y mecanismos accionariales de preferencia facilitadores del control

como los empleados en Holanda, donde las acciones *prioritarias* permiten a sus tenedores el ejercicio de la facultad exclusiva de nombrar ejecutivos, o incluso vetar cambios estatutarios, precisamente los que afectan a la estructura del mercado de control.

II. SÍNTESIS DEL ESTADO DE LA CUESTIÓN EN ESPAÑA, CON ESPECIAL REFERENCIA A LAS ACCIONES DE VOTO PLURAL

Las excepciones que facultan en nuestro derecho societario y del mercado de capitales a la ruptura de la proporcionalidad pueden clasificarse sumariamente como sigue:

A) Afectantes a la estructura del capital, constitutivas o no de singulares clases de acciones:

- Las acciones sin voto, fundadas en el desinterés político del socio, cuya sobrerremuneración teórica debería incentivar al accionista, pero que en nuestra praxis a quien desincentiva es al emisor, por lo que carecen de uso en el mercado español, máxime con las limitaciones dispuestas por el correspondiente régimen imperativo vigente en materia de recuperación del derecho de voto.
- La autocartera usada como reestructuración del capital orientada hacia la configuración de un sistema de control defensivo, donde se utilizan las acciones propias como medio para suspender el voto temporalmente (a través de la sociedad, por tratarse de un socio ficticio o “confuso”) y reasignarlo posteriormente en una operación de venta pública de valores conforme a las aspiraciones y apetencias de determinados socios de control previstos o dispuestos por los administradores dominicales o ejecutivos, o directamente por accionistas de control.
- Determinados mecanismos accionariales alternativos a las acciones de voto plural o múltiple, que permitan alterar el poder de voto efectivo sin quebrar formalmente el principio de proporcionalidad.

B) De naturaleza estatutaria: en concreto, la bien conocida limitación estatutaria del máximo de votos por socio, que *veda a este el acceso* al control, disuadiendo en numerosas ocasiones a potenciales socios de control de formular opas destinadas al cambio de control y la remoción de gestores.

C) Extraestatutarias: a diferencia de A) y B) estas medidas de obstaculización de cambios de control no alteran, al menos formalmente, la estructura de propiedad de la compañía. Se trata de:

- Piramidación parasocial del voto o sus delegaciones y participaciones cruzadas, que permiten *consolidar* el control, a lo que recurre casi la mitad de las cotizadas europeas, como nos ha recordado y explicado perfectamente la profesora FUENTES.

- Permutas financieras sobre acciones y otros derivados OTC, así como los préstamos y repos sobre acciones, que permiten *especular temporalmente* con el control antes de las juntas, dando a las contrapartes cobertura económica (asegurando el dividendo). Dando lugar desde la óptica del voto a las acciones de voto silente, de voto “fantasma” o “vacío”, y a la correspondiente negociación y transferencia eventual de votos en el mercado de control a favor de la parte del contrato de swap receptora de la acción (caso del *equity swap*), o de la opción anudada a ese swap (por ejemplo, en el caso de una *equity swaption*) o a estructuras semejantes facilitadoras de la transmisión temporal de los derechos de voto y representación.

Entre nosotros se ha llegado a tildar de esquizofrénica una doctrina como la de la moderna escuela de derecho mercantil, en cuanto defiende de forma incongruente o contradictoria el principio de proporcionalidad, ya que por un lado critica las acciones de voto plural como *control enhancement mechanism*, pero por otro apoya las prohibiciones o restricciones al voto -por ejemplo, GARRIGUES y URIA, 1953, 318, 382 ss.; y recientemente GUERRA 2010, 106 ss.: cf. SÁEZ, ob. cit., 9-.

En realidad tal incongruencia es solo aparente, y su trasunto argumentativo no pasaría de *esquizoide*, pues la naturaleza, alcance y finalidad de las limitaciones estatutarias difieren sensiblemente de los que corresponden a las clases de acciones especiales y sus sistemas de emisión y control público o administrativo. No deja de ser cierto, empero que el debate sobre la proporcionalidad no debe venir presidido por una idea formalista rígida de equidad interna o intrasocial, sino más bien por la de eficiencia, sin entronizar, eso sí, el análisis económico del derecho como panacea en cuyo altar hayan de sacrificarse determinados fines de política jurídica prevenidos por el legislador que haya dispuesto conjugar siguiendo una metodología inspirada en axiologías u orientaciones sociales, sociológicas o morales de muy diverso signo; eso sí, todas combinables a la hora de aplicar el *Law and Economics* como elemento racionalizador -como viera PAZ-ARES siguiendo el programa de jurisprudencia de Richard POSNER en *ADC* (1981), 601-707, y hemos concretado para formular las opciones de síntesis de metodología jurídica aplicada disponibles por el jurista contemporáneo en nuestro *Análisis Económico del derecho. Método, investigación y práctica jurídica*, 2011, esp. 92-152.

De este modo, la libertad contractual de los socios debería amparar sus decisiones a la hora de elegir la estructura de propiedad y posibles reajustes de capital en operaciones corporativas. Ahora bien, para nosotros la cuestión clave es determinar si la libertad que debe prevalecer es la obrar que corresponde al elenco de los actuales socios de control -*prior in tempore potior in iure?*- sobre la de ingresar en el mercado de control de que deberían disponer los futuros o eventuales; y con qué límites o barreras de entrada. Para esa determinación se realiza el siguiente apunte de análisis económico normativo.

III. UN APUNTE DE ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO DE SOCIEDADES RELATIVO A CIERTAS LIMITACIONES DE LA ACCIÓN DE NUEVOS SOCIOS DE CONTROL

El problema económico subyacente a la cuestión, desde la óptica de la eficiencia del derecho societario, se sustancia en la es imposible (o muy difícil) medición *ex ante* de la capacidad creadora de valor que atesoran los socios

aspirantes al control. Dificultad esta que aparece, por su propia configuración, en todo el derecho de opas. *Ergo*, ni la *breakthrough rule* ni ninguna otra parecida (como la que se propone habitualmente en el sentido de revisar los blindajes) asegura mayor eficiencia que su no implantación o su derogación.

En efecto, son los socios actuales los que deciden, salvo imperativo legal; y si el régimen previsto es dispositivo no cabe garantizarse que las medidas recomendadas vayan a facilitar el acceso de potenciales socios más eficientes, más bien parece todo lo contrario. En el fondo, en la regulación societaria, pero también en la de mercado, late este dilema de *ordo publicum*: ¿vale la pena cercernar la libertad de contratar de los socios actuales en aras de la creación de valor? Si la respuesta, realizado el pertinente análisis económico, fuera negativa, solo cabrá el recurso a la coerción indirecta de mercado (por ejemplo, mediante reglas de transparencia como las de la CCNMV 5/2013, que obliga a publicar las operaciones vinculadas o los blindajes, incluso intensificando las explicaciones exigibles al amparo de la regla *comply or explain*).

IV. CONCLUSIÓN

La expropiación de los socios externos no equivale a expoliación; y no es en caso alguno calificable como apropiación *indebida* la llamada *extracción de beneficios privados por socios internos* o de control, si ese aprovechamiento rinde producto suficiente al patrimonio social. La medida de esa suficiencia no puede además ser rigurosa, bastaría en realidad comprobar la capacidad de las actuaciones practicadas para mantener el valor del patrimonio. Sin perjuicio, además, de la aplicación de la *business judgment rule* a los gestores que las apliquen. Y en todo caso, la comprobación de eficiencia en la gestión de los expropiantes solo cabe *ex post facto*.

Al margen de esta consideración, cualquier regla que pase por eficiente en la materia precisa: a) garantizar suficiente tutela a todos los socios dispersos, especialmente cuando las acciones coticen en mercados regulados; b) minimizar los conflictos de intereses que puedan padecer los gestores que

apliquen las medidas por cuenta propia o de socios potencialmente invasivos o extractores de provechos sociales; y, de modo positivo o proactivo, c) promover en lo posible la convergencia de intereses entre socios. En este triple plano es donde debe jugar una óptima combinación de reglas societarias y del mercado de capitales.

Desde la perspectiva aquí considerada, el principio de proporcionalidad es un parámetro independiente de la eficiencia, e incluso del nivel de democracia accionarial efectiva -discrepante en esto último SÁEZ, *cit.*, 12-. Efectividad o realidad que no debe asociarse con una equiparación formal o matemática entre derechos políticos y económicos, sino con el aseguramiento efectivo de estos y la tutela suficiente de los primeros (tanto frente al oportunismo de los managers como frente al de los socios de control que legitimen a los gestores ineficientes o se apropien de sus beneficios) allí donde tenga sentido su ejercicio en función de la estructura de propiedad coetánea y de una óptima gestión.

En todo caso, la cautela del legislador en estas materias debe mantenerse, en la medida en que el mercado evoluciona muy rápidamente merced al impulso de la globalización de los movimientos transfronterizos de capital. Así, estudios muy recientes avalan la hipótesis de ineficiencia de la *piramidación*, porque a determinado nivel incrementa significativamente el coste del capital de las sociedades grupales piramidadas, y con ello el riesgo de expolio de los respectivos *outsiders*. De ahí que se haya reabierto el debate sobre el reconocimiento de las acciones de voto múltiple, como medida reductora de este coste.

En nuestra opinión debe establecerse como más eficiente cualquier regla societaria dispositiva que ampare un juicio previo de *extrapolación de rendimiento*, vinculando la rentabilidad pretérita de la inversión gestionada por los *controllors* a la validez (o condicionamiento, o en caso extremo de baja rentabilidad, supresión o prohibición) de CEMs como las emisiones de voto plural. El prejuicio de rentabilidad observa a priori la capacidad probada de los gestores para sostener determinados proyectos de inversión relacionados, en escenarios de mercado lo más parecidos al de la situación de control a que aspiran. Así por ejemplo, el voto plural sería válido –y reglado con las debidas

cauteladas de tutela del socio disperso- donde la eficiencia de la gestión precedente haga presumible *ex ante* la óptima gestión posterior. Una regulación como esta deviene especialmente útil para inversores institucionales en sus proyectos transfronterizos (sobre todo en el caso de fondos flexibles o libres) de diseño de operaciones corporativas de M&As; y también, para una defensa eficiente de los gestores coetáneos.

ANEXO

RESEÑA DE LA JORNADA DE LA CÁTEDRA GARRIGUES

La proporcionalidad entre capital y voto

Jornada científica

9 de marzo de 2015

(Sede: ICADE, U.P. Comillas, Madrid)

1. CONTENIDO

- A) Creación y difusión de conocimiento sobre la regulación europea en materia de proporcionalidad entre el voto y el capital social, en un contexto de progresiva difusión y aplicación de la teoría de conflictos de intereses en las sociedades cotizadas.
- B) Análisis económico de los sistemas societarios en materia de aplicación conservación o alteración de la regla un voto-una acción y de la *breakthrough rule* en materia de blindajes anti-opas (art. 11 Directiva 2004/25/CE).
- C) Examen de los avances del derecho societario vigente y de las nuevas propuestas de modernización en España (Código Mercantil, normas sobre sociedades de capital, Decreto de opas) y de los últimos debates doctrinales nacionales e internacionales al respecto.

2. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN RELACIONADAS

Derecho de las sociedades cotizadas, análisis económico del derecho de opas, estatuto de los socios de control y de los inversores, contratación mercantil y teoría de agencia, sistema de gobierno corporativo, teoría de los conflictos de intereses.

3. TRANSFERENCIA DE RESULTADOS

Las actas de la jornada se publicarán en libro por una editorial de máxima difusión, sin perjuicio de la publicación de desarrollos temáticos en revistas indexadas (incluida REPES) o monografías, en particular en la colección **Cuadernos monográficos de la Cátedra Garrigues**: Número 4/2015: El principio de proporcionalidad entre el capital de la sociedad cotizada y el derecho de voto

4. PROGRAMA

9 de marzo 2015 (L)

14.45 h. Presentación a cargo del Decano de la Facultad de Derecho (U. P. Comillas) y del Codirector de la Cátedra Garrigues

15 h. Ponencia 1: *El derecho de opas y el principio de proporcionalidad entre capital y voto*

Javier GARCÍA DE ENTERRÍA

LORENZO-VELÁZQUEZ

Catedrático de Derecho mercantil.

15.45 h: Ponencia 2: *Análisis económico de las cláusulas estatutarias de reconversión de acciones de voto múltiple en ordinarias y doble estructura accionarial*

Isabel SÁEZ LACAVE

Profesora Titular de Derecho mercantil (UAM)

16.30 h: Ponencia 3: *Propiedad y control: problemática asociada a los grupos de estructura piramidal*

Mónica FUENTES NAHARRO

Profesora Titular (ac.) de Derecho mercantil (UCM)

17.15 h: Ponencia 4 y panel de debate

Aspectos de derecho societario y del mercado de valores, relativos a la alteración del principio de proporcionalidad entre capital y voto

José María MUÑOZ PAREDES

Catedrático de Derecho Mercantil (U. de Oviedo)

Moderan: Javier IBÁÑEZ, Profesor Propio de la U. P. Comillas, y Mónica MARTÍN DE VIDALES, socio de Garrigues y codirectora de la Cátedra

Intervienen los ponentes y moderador

17.45 h. Clausura a cargo del Decano de la Facultad de Derecho,

Íñigo NAVARRO MENDIZÁBAL

