

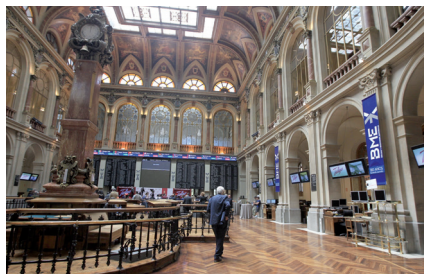
.WVR DERECHOS DE VOTO REFORZADOS

LA PROPUESTA EUROPEA



HACE UN AÑO QUE LA COMISIÓN EUROPEA PLANTEÓ UNA PROPUESTA DE DIRECTIVA PARA FACILITAR -CON CIERTAS CAUTELAS Y SALVAGUARDIAS- EL USO DE ESTRUCTURAS DE ACCIONES CON VOTO MÚLTIPLE EN LAS SOCIEDADES QUE SOLICITEN LA ADMISIÓN A COTIZACIÓN EN MERCADOS DE CRECIMIENTO. EL TEXTO, QUE PRETENDE FACILITAR EL CONTROL DE LAS EMPRESAS QUE DEBUTEN EN EL PARQUÉ, SE DISCUTE AHORA EN EL PARLAMENTO EUROPEO, CUYA COMISIÓN DE ASUNTOS ECONÓMICOS, EN UN INFORME DEL PASADO JUNIO, PROPONE AMPLIAR LAS ACCIONES CON VOTO REFORZADO A TODAS LAS BOLSAS DEL CONTINENTE. PERO LA AMPLIACIÓN DEL ÁMBITO DE APLICACIÓN TIENEN UN IMPACTO NEGATIVO EN EL CONTENIDO DE LA REFORMA PROPUESTA, IMPONIENDO POR EJEMPLO LIMITACIONES MÁS ESTRICTAS PARA QUE ESTAS ESTRUCTURAS ESTABLEZCAN UNA PROPORCIÓN MÁXIMA DE VOTO -QUE OSCILARÍA ENTRE UNO A DOS Y UNO A CINCO- CON UN LÍMITE TEMPORAL DE 10 AÑOS.

TEXTO | European Company Law Expert Group* | FOTOS | Archivo RC



Ana Gallego, de la D.G. de Justicia y Consumidores y John Berrigan, de la D.G. de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales, de donde surgió la propuesta.

LA COMISIÓN EUROPEA (CE) incluyó dentro del paquete de medidas sobre la cotización en los mercados (*listing packet*), con fecha de 7 de diciembre de 2022, una propuesta de directiva dedicada al uso de estructuras de acciones con voto múltiple (*Multiple Voting Shares Structures, MVSS*) por las sociedades que soliciten la admisión a cotización de sus acciones en un Mercado emergente o creciente para PYMEs (*Growth Market*, en adelante GM). La decisión no debe subestimarse, tanto desde el punto de vista práctico como político. Revela la importancia de las estructuras de voto múltiple (MVSS) para los potenciales candidatos a cotizar. También envía una fuerte señal de la Comisión, dada su inclinación de larga tradición favorable al principio “una acción – un voto”, que incluso en un momento llegó a considerar que debería imponerse a todas las sociedades que cotizan en la UE, antes de cambiar de opinión en ausencia de una clara demostración de los beneficios de aplicar generalizadamente dicho principio. Ahora consideraciones pragmáticas

más apremiantes llevan a la CE a proponer que se exija a los Estados miembros que ofrezcan a las sociedades candidatas a cotizar en un GM la posibilidad de utilizar acciones con derechos de voto múltiples, para permitir que sus promotores mantengan, conserven o incluso refuercen su control a pesar de la apertura al público del capital social (**A. Pietrancosta, *Propositions françaises et européennes pour ouvrir le vote multiple aux sociétés entrant en bourse*, BJS janv. 2023, n° BJS201q7**).

El objetivo es incentivar que las sociedades en crecimiento e innovadoras coticen en los mercados de capitales de la UE, en un momento en que estos se enfrentan a un desgaste y a una fuerte competencia, incluida la regulatoria, de sus rivales mundiales. De hecho, en los últimos años ha aumentado el uso de las MVSS en países que no las prohibían, como EE.UU., donde se han hecho especialmente populares en

“Las sociedades que utilicen derechos de voto reforzados deberán nombrar la acción con el marcador .WVR (Weighted Voting Rights)”

el sector tecnológico, lo que ha conducido a autorizarlas en los mercados competidores británicos o de Asia.

El pseudo principio ‘una acción – un voto’, que de hecho es una excepción en el Derecho de sociedades general, se ve así asaltado en su último reducto: el de las sociedades cotizadas. Sin embargo, la propuesta de la CE es doblemente prudente. En primer lugar, porque limita el alcance de la reforma a las sociedades que soliciten su admisión a un mercado emergente (GM). En segundo lugar, porque establece ciertas limitaciones (‘salvaguardias’) para el uso

“El texto, que fue concebido para introducir una nueva libertad en los estados miembro que hoy prohíben los derechos de voto reforzados, acabaría prescribiendo nuevas limitaciones en muchos estados que ya las utilizan”

de los SMVM, ya sea en el momento de su adopción o durante su vigencia. Para la CE, que desde el principio concibe los MVSS en términos de un «trato equitativo y no discriminatorio de los accionistas de la sociedad» más que en términos del interés de la sociedad, esas limitaciones deben incluir necesariamente dos: por una parte, la adopción del MVSS por una mayoría cualificada de la junta de accionistas, así como, cuando existan varias clases de acciones, la aprobación por separado por cada una de las clases; por otra parte, límites cuantitativos a la divergencia entre potencia de voto y participación en el capital, que puede adoptar la forma de una proporción máxima de voto acompañada de la necesidad de un porcentaje máximo del capital que deben representar las acciones de voto múltiple, o una restricción en relación con los acuerdos sociales en cuya adopción se pueden ejercer los derechos de voto múltiples.

Como puede verse, por razones de flexibilidad y eficacia se opta deliberadamente por armonizar lo menos posible a nivel europeo. Tan solo se añade que los Estados miembros podrán adoptar restricciones adicionales en interés de los accionistas y de la sociedad y, en particular podrán: prohibir la transmisión de derechos de voto a terceros o su supervivencia en caso de fallecimiento, incapacidad o jubilación del beneficiario; extinguir los derechos de voto múltiples al cabo de cierto tiempo o fijar un plazo de vigencia vinculado a un acontecimiento concreto; o prohibir la utilización de los derechos de voto múltiples para bloquear la adopción de una decisión por la junta de accionistas destinada a prevenir, reducir o eliminar el impacto negativo de las operaciones de la sociedad sobre los derechos humanos y el medio ambiente.

El equilibrio de la propuesta es sin duda el resultado de un compromiso entre las posiciones de los diversos servicios de la Comisión afectados. Mientras que la D. G. de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales (FISMA), que originó la propuesta en el marco de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) de la que es responsable, defendía un enfoque liberal, basado únicamente en el desarrollo del mercado interior (artículo 114 del TFUE), la necesidad de reformar el Derecho de sociedades permitió a la D.G. de Justicia y Consumidores utilizar sus competencias de armonización en este

ámbito (artículo 50 TFUE) para introducir algunas restricciones. Sin embargo, los términos de este equilibrio inicial están en proceso de redefinición sustancial en el Parlamento Europeo. Si se siguiera el camino abierto por la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, en un proyecto de informe fechado el 14 de junio de 2023, se producirían cambios significativos que se sumarían a las deficiencias de la propuesta de la Comisión y llevarían a cuestionar la propia utilidad de esta reforma. El proyecto de informe prevé que el ámbito de aplicación de la directiva



La propuesta inicial de la Comisión (en la foto) optó deliberadamente por armonizar lo menos posible a nivel europeo.

ya no se limite a los mercados emergentes (GM). Se extenderá a los mercados regulados. A primera vista, la ampliación es de agradecer. En cualquier caso, es comprensible, ya que algunos Estados miembros no tienen este tipo de mercados. Para ellos, la reforma habría sido trivial.

ENTRE UNA A DOS Y UNA A CINCO

En cuanto a los Estados miembros que ya autorizan estas estructuras MVSS en sus mercados regulados, limitar su aplicación a los mercados GM conduciría a un resultado paradójico creando limitaciones regulatorias para estos mercados en crecimiento que no serían aplicables en mercados más

grandes. Esto sería contradictorio con el espíritu del principio de proporcionalidad regulatoria que debe impulsar la reforma y que debería conducir a una diferenciación que favorezca a las PYME si está justificada.

Sin embargo, la ampliación del ámbito de aplicación tiene un impacto negativo en el contenido de la reforma propuesta. En general, conduce a imponer condiciones más estrictas para el uso de los estructuras de voto múltiple (MVSS), incluso para las sociedades que cotizan en GM. En concreto, las condiciones más estrictas se consiguen imponiendo una proporción fija de MVSS que «sólo puede oscilar entre una proporción de uno a dos y una proporción de uno a cinco», lo que hay que reconocer que es una forma bastante curiosa de definir una proporción máxima de voto múltiple. Del mismo modo, se impondría un límite fijo de 10 años a la vida útil de los MVSS. Además, algunas de las restricciones adicionales que la Comisión había previsto con un carácter facultativo pasarían a ser imperativas. Es el caso de las relativas a la

“Los derechos de voto reforzados se han popularizado en el sector tecnológico USA, lo que ha llevado a autorizarlos en los mercados británicos y Asia”



FRENAR LA
DESIGUALDAD
*está en
tus manos*

Manos Unidas
CAMPAÑA CONTRA EL HAMBRE



Únete

900 811 888

bizum 33439

manosunidas.org



adopción de determinados acuerdos de la junta general exigiendo una mayoría cualificada «del capital social representado en la junta o del número de acciones representadas en la junta», o la ratificación en votaciones separadas «dentro de cada clase de acciones cuyos derechos se vean afectados». El «requisito de garantizar que los derechos de voto reforzados no puedan utilizarse para bloquear la adopción de acuerdos destinados a prevenir, reducir o eliminar los impactos adversos relacionados con las operaciones de la sociedad en cuestión sobre los derechos humanos o el medio ambiente» también pasaría a ser imperativo, lo que resulta poco tranquilizador, dada la singularidad de dicha obligación en el contexto internacional y el alto riesgo de litigio que conlleva una condición sustantiva definida de forma tan vaga. Mencionemos también una obligación específica de las sociedades que cotizan en los mercados GM, la de llevar un nombre de acción que termine con el marcador «WVR» de «Weighted Voting Rights» (derechos de voto reforzados) «para notificar claramente al público que su estructura accionarial es diferente de la de las acciones tradicionales. Las autoridades competentes de cada estado y los mercados de crecimiento GM promoverán la comprensión y concienciación de los inversores en relación con ese marcador WVR y el impacto sobre los derechos de voto asociado a la inversión en sociedades con estructuras de participación múltiple en los votos».

Esta rigidez dominada por un enfoque único, aparte de la excepción retrospectiva al que se aplica el marcado nominativo de sociedades que cotizan en mercados emergentes GM, parece poco aconsejable. Es cierto que sólo se trata de una Directiva, y que será posible cierto nivel de diferenciación en el nivel de los Estados miembros. No obstante, la Directiva impondría una serie de requisitos legales mínimos, lo que significaría que la diferenciación nacional podría operar hacia arriba, añadiendo restricciones legales a las sociedades que cotizan en mercados regulados, en lugar de hacia abajo, proporcionando cierto alivio a las sociedades que cotizan en los GM.

Es más, la propuesta europea llevaría a los Estados miembros que ya permiten las MVSS en sociedades que cotizan en mercados regulados o en GM, a endurecer sus condiciones de uso. Esto resultaría bastante paradójico para una Directiva cuyo objetivo

“O la Directiva busca introducir las MVSS en los estados que las prohibían o, como pide el Parlamento, busca introducir restricciones mínimas a las MVSS”

es aliviar las cargas y costes de la regulación de la cotización. Si bien el texto fue concebido para introducir una nueva libertad en los Estados miembros que actualmente prohíben el uso de los SMV, acabaría prescribiendo nuevas limitaciones en muchos Estados miembros que ya los utilizan, a menudo con éxito. De ser simplificadora y liberadora, la Directiva se convertiría simplemente en un texto que armoniza nuevas limitaciones, imponiendo condiciones que a menudo hoy no tienen equivalente relación con lo que existe, como en el caso de la prohibición de los impactos sociales y medioambientales negativos.

UN DILEMA

Dada la evolución actual dirigida a facilitar las MVSS en el resto de Estados miembros, en particular Francia y Alemania, en condiciones adaptadas a las circunstancias locales y a los tipos de mercados, aumentan



Se busca facilitar las MVSS en toda Europa, en particular en Francia y Alemania.

las dudas sobre la misma idoneidad de la propuesta europea y su valor añadido en términos de capacidad de atracción a la cotización europea, además de las relativas a la legitimidad de esta intrusión de la UE en el gobierno corporativo nacional. (V. J. L. Hansen, *A Harmonising Step Too Far – A Comment on the Proposal for a Directive on Multiple Voting Rights in SME*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret nr. 1/202).

Si el objetivo primordial es hacer más atractivos los mercados europeos, más que reducir el arbitraje regulatorio intraeuropeo, la propuesta se debería reconsiderar por los efectos que induce y sus inconvenientes en relación con el proceso de apertura actualmente en curso.

En realidad, los autores de la Directiva parecen estar atrapados en un dilema. O bien la Directiva se limita a introducir una nueva libertad en los Estados miembros que prohibían las MVSS, dejando en sus manos el establecimiento de sus condiciones de utilización, lo que constituiría el principal efecto útil del texto en términos de atraer a la cotización en la UE, y resultaría trivial en términos de valor añadido dada la situación existente y los desarrollos nacionales en curso; o bien, la Directiva ante todo pretende imponer restricciones mínimas en las estructuras de voto MVSS, de acuerdo con las enmiendas propuestas en el Parlamento Europeo, en cuyo caso la Directiva aparece como un elemento de rigidez y restrictivo en el seno de la Unión, lejos del objetivo anunciado por los promotores de la reforma y de las expectativas de los empresarios. En tal caso el mérito principal de la propuesta de Directiva habrá sido su mera existencia, en la medida en que los Estados miembros más reticentes podrán utilizarla como pretexto para introducir un mecanismo que, en pocos años, se ha convertido en un componente esencial de los mercados de valores modernos en todo el mundo. De este modo, habrá agotado su efecto útil incluso antes de nacer... ■

* Cortesía del almacenederecho.org. | El European Company Law Experts Group está compuesto por Franca Contratto (U. Lucerna), Paul Davies (U. Oxford), Rui Dias (U. Coimbra), Susan Emmenegger (U. Berna), Guido Ferrarini (U. Genova), Klaus Hopt (Max Planck I, Hamburg), Adam Opalski (U. Varsovia), Alain Pietran-costa (U. París I), Markus Roth (U. Marburg), Rolf Skog (U. Göteborg), Martin Winner (Wirtschaft U. Viena), Eddy Wymeersch (U. Gent), Andrés Recalde (U. Autónoma, Madrid).