

## ACCIONES SIN VOTO: LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA

*María Gómez Mendoza (\*)*

La nueva Ley de Sociedades Anónimas de España ha introducido por primera vez en este país la institución de las acciones sin voto que, transcurridos dos años y medio desde la entrada en vigor de la Ley, no han tenido la acogida esperada. Se puede hablar por el momento de un cierto fracaso. En la comunicación se exponen las razones, a juicio de la autora, de ese fracaso: precipitación en la introducción de una figura a la que no obligaban las normas de la Comunidad Económica Europea; excesiva, y a veces contraproducente, protección del accionista sin voto (dividendo preferente no inferior al 5% del capital desembolsado, carácter acumulativo durante cinco años del mismo, doble dividendo) y olvidos y contradicciones del legislador. Las acciones sin voto que, en otros países, fundamentalmente anglosajones, juegan un importante papel como mecanismo de financiación de sociedades sin que tenga que perder el control el grupo dominante, no parece que por las trabas legales vayan a desempeñar esta función en España, sin descartar que sirvan para otros fines más oportunistas.

**Sumario:** I. Una excesiva y contraproducente protección del accionista sin voto. II. Las acciones sin voto: sus distintas finalidades. III. La emisión de acciones sin voto. IV. Derechos patrimoniales: 1. Dividendo mínimo. 2. Dividendo acumulativo. 3. Participación en dividendos ordinarios. 4. Derecho en el supuesto de reducción de capital por pérdidas. 5. Derecho preferente a la cuota de liquidación. 6. Derecho de suscripción preferente. 7. Derecho de separación. V. Derechos administrativos. VI. La tutela de los accionistas sin voto.

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

## I. UNA EXCESIVA Y CONTRAPRODUCENTE PROTECCIÓN DEL ACCIONISTA SIN VOTO

La nueva Ley de Sociedades Anónimas (Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido), que ha venido a reformar parcialmente y a adaptar la legislación a las correspondientes Directivas de la CEE, ha introducido en España la institución de las acciones sin voto que algunos autores han considerado una de las grandes novedades de dicha Ley. Sin embargo, hasta el momento y por diversos motivos que se intentarán exponer a lo largo de este trabajo, las acciones sin voto no han tenido la acogida que se esperaba y, transcurridos más de dos años desde la entrada en vigor de la Ley, muy pocas son las sociedades que las han emitido.

En efecto, no llegan a la decena en ese período las sociedades con acciones sin voto según fuentes del Registro Mercantil de Madrid y todas ellas son anónimas cerradas y con un capital que no sobrepasa los cincuenta millones de pesetas. El fenómeno no puede ser, pues, más marginal e insignificante. Se anuncia para mayo de 1992 una emisión de un banco relativamente importante que ofrece al 20% de sus accionistas como máximo el canje de sus acciones con voto por títulos sin voto y con opción a reconversión transcurridos unos años. Por otra parte, merece la pena señalar que, en España, grupos bancarios de gran envergadura han colocado acciones preferentes sin voto en la Bolsa de Nueva York a través de emisiones de sociedades filiales domiciliadas en el extranjero y que se acogieron a disposiciones mucho más flexibles que las españolas.

Las razones del escasísimo éxito por ahora de las acciones sin voto en España son, a mi juicio, de muy diversa índole. En primer lugar, se ha hecho una introducción de su régimen precipitada, sin tener en cuenta la experiencia de algunos países de nuestro entorno, introducción que nadie nos obligaba a hacer, ya que las Directivas Comunitarias en vigor desconocen la figura. Piénsese también que estamos ante una reforma parcial y que se han dejado para más adelante importantes capítulos del derecho de sociedades (órganos y grupos, entre otros). Nos debía haber hecho reflexionar el relativo fracaso de las acciones sin voto en países como Alemania, Francia o Italia.

En segundo lugar, el legislador español, para proteger al accionista sin voto, ha puesto el énfasis en unos privilegios patrimoniales a todas luces excesivos y sin parangón en otros países, sobre todo en aquellos donde se inventaron las acciones sin voto y donde sí han tenido éxito: los países anglosajones. En EE.UU. o en el Reino Unido se permiten las acciones sin voto ordinarias y en todo caso la vía de la protección del accionista se encauza más bien por la información que por las preferencias patrimoniales. En derecho español, en cambio, la tutela se lleva a cabo

mediante normas imperativas, derechos especiales estatutarios que sólo pueden ser suprimidos o modificados con el acuerdo de la mayoría de las acciones afectadas que habrá asimismo de pronunciarse en todos los demás casos de lesión directa o indirecta y la atribución de todos los derechos del accionista salvo el de voto.

Por último, y en tercer lugar, la poca claridad en algunos puntos del legislador español, sus olvidos y ambigüedades no parece que vayan a contribuir a la difusión de una nueva institución que, como tal, es objeto de recelos por parte de los agentes económicos.

## II. LAS ACCIONES SIN VOTO: SUS DISTINTAS FINALIDADES

Las acciones sin voto, que, como instrumento jurídico, revisten carácter neutro, pueden, en teoría, cumplir la función de proteger los intereses nacionales evitando infiltraciones extranjeras no deseadas, ser una institución útil frente al tan conocido fenómeno del absentismo o desinterés de los socios-ahorradores, constituir un excelente instrumento de financiación para, sin prescindir del capital de riesgo, evitar el peligro, al grupo dominante, de la pérdida del control y servir para consolidar a dicho grupo en el poder dificultando la adquisición externa de un paquete importante de acciones.

Esta última parece ser la finalidad de la oferta de canje de acciones con voto por acciones sin voto de la que se ha hablado antes. La disminución del capital con voto impedirá o hará más difícil, dado el mayor porcentaje de acciones en manos de los administradores o controladas por éstos, la toma del control por un grupo externo.

Sea como fuere, y descartando ahora finalidades oportunistas, las acciones sin voto podrían ser un magnífico instrumento de financiación de las sociedades anónimas tanto abiertas como cerradas sin peligro para el grupo dominante minoritario o mayoritario. El hecho de que el legislador español haya optado, a diferencia del italiano, por permitir que todas las sociedades anónimas puedan emitir acciones sin voto y no sólo las que cotizan en bolsa (art. 90 de la LSA) descarta que sea el absentismo, que únicamente se da en las grandes sociedades, el que explique la innovación legislativa. Las acciones que nos ocupan son pues fundamentalmente un nuevo producto financiero que se ofrece, junto a otros muchos, a las sociedades. Estas habrán de examinar cuidadosamente sus ventajas e inconvenientes y comparar el coste de los recursos ajenos, si tienen acceso a ellos, con la carga que suponen los privilegios mínimos legales de las acciones sin voto. Tales acciones presentan además el inconveniente de la limitación de la constitución de reservas de libre disposición. Desde el punto de vista del suscriptor, a quien, en principio, no le interesa participar en la iniciativa económica de que se trate,

V Congreso Argentino de Derecho Societario,

I Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa  
(Huerta Grande, Córdoba, 1992)

pueden resultarle atractivos los derechos patrimoniales preferentes que se le otorguen. Tendrá que tener en cuenta que pierde, en principio, la posibilidad de que sus acciones sean adquiridas ventajosamente para él por grupos externos interesados en hacerse con el control. Quizá sea esta imposibilidad de reactivación de las acciones sin voto la que haga que, en general, suelen tener menor liquidez y cotización, pese a los privilegios patrimoniales.

### III. LA EMISIÓN DE ACCIONES SIN VOTO

“Las sociedades anónimas podrán emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado” (art. 90). No es necesaria, pues, la cotización en bolsa y no se plantea por ello ningún problema sobre el momento en que pueden crearse. Cabe que se haga en fase de constitución o después, mediante aumento de capital con emisión de nuevas acciones o por transformación de acciones ordinarias o privilegiadas o de obligaciones convertibles en acciones sin voto. Nada parece impedir, por otra parte, que las comanditarias por acciones puedan emitir los valores objeto de nuestro estudio.

En cuanto al límite cuantitativo, parece razonable que se imponga uno y no permitir que exista una sociedad con sólo acciones sin voto con lo que esto significaría de deformación del tipo societario al descartar la asamblea de accionistas, los votos como manifestación que han de integrar los acuerdos y las decisiones mayoritarias. Lo que carece de sentido, a mi juicio, es que el límite sea de la mitad del capital ya no suscrito sino desembolsado. No tiene precedentes en otros países.

La emisión debe estar prevista en los estatutos. Se trata de una de las menciones denominadas facultativo-necesarias. Por último, cabe señalar que “En el supuesto de acciones sin voto, esta circunstancia se hará constar de forma destacada en el título” (art. 53.2), por supuesto si se emite, pues es posible y en determinados casos obligatoria la representación de acciones mediante anotaciones en cuenta.

### IV. DERECHOS PATRIMONIALES

#### 1. Dividendo mínimo

Las acciones sin voto en derecho español son privilegiadas. Confiere el derecho a “percibir el dividendo anual mínimo que establezcan los estatutos sociales, que no podrá ser inferior al cinco por ciento del capital desembolsado por cada acción sin voto” (art. 91.1). Parece correcto que se les atribuya una ven-taja

patrimonial, lo que ya no lo es tanto es que se especifique en la Ley la cuantía mínima del dividendo. Quizá en este punto hubiese sido más conveniente seguir al derecho alemán que habla de un dividendo suplementario sin concretar cifra, que puede ser variable, limitado en el tiempo e incluso insignificante.

Existiendo beneficios distribuibles, no hay discrecionalidad de la sociedad que “está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo” (art. 91.1). El legislador español, acertada-mente, zanja así la cuestión, muy debatida en otros países, de si se requiere acuerdo de la junta general aunque ésta no tenga libertad para decidir.

Hay que entender que los dividendos mínimos de las acciones sin voto quedan postergados a las eventuales ventajas de fundadores y promotores y a la participación en beneficios de trabajadores y obligacionistas, pues se trata en estos casos de acreedores de la sociedad.

## 2. Dividendo acumulativo

La Ley española establece que “la parte del dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes. Dentro de ese plazo, mientras no se satisfaga la parte del dividendo mínimo, las acciones sin voto conferirán ese derecho en las juntas generales y especiales de accionistas” (párr. 2 del art. 91.1). El plazo de cinco años parece excesivo. En los países europeos, o bien no se establece legalmente el carácter acumulativo del dividendo (Alemania) o bien se habla de dos o tres años (Francia, Portugal).

En cuanto a la recuperación del derecho de voto, no es inmediata, es decir, desde el mismo momento en que se acuerda no distribuir dividendos a las acciones sin voto, como en España en ningún otro país europeo. De nuevo parece que se conceden demasiadas contrapartidas al accionista y ello retraerá a las sociedades de emitir acciones sin voto. Quizá, además, a los accionistas les resulte más práctico que se les permita nombrar a uno o varios administradores si no se les pagan los dividendos debidos (en este sentido, los folletos de muchas emisiones de acciones sin voto en los EE.UU).

## 3. Participación en dividendos ordinarios

“Una vez acordado el dividendo mínimo, los titulares de las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias” (párr. 1 del art. 91.1). Este doble dividendo del accionista sin voto no existe en ninguna otra legislación de nuestro entorno y redundaría en perjuicio de los accionistas ordinarios. Por ejemplo, en Italia, se establece que, si después de abonar

el dividendo preferente, se acuerda distribuir beneficios, tendrán que ser éstos repartidos de suerte que corresponda a los accionistas de ahorro un dividendo superior en un 2% al de las acciones ordinarias (párr. 2 del art. 15 de la Ley nº 216, de 7 de junio de 1974).

#### 4. Derecho en el supuesto de reducción de capital por pérdidas

Durante la vida de la sociedad, si hay reducción del capital por pérdidas, los accionistas sin voto no quedarán afectados "sino cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes acciones. Si como consecuencia de la reducción, el valor nominal de las acciones sin voto excediera de la mitad del capital social desembolsado, deberá restablecerse esa proporción en el plazo máximo de dos años. En caso contrario, procederá la disolución de la sociedad" (párr. 1 del art. 91.2). Un precepto como el de la Ley española no figura en ningún otro ordenamiento, salvo el italiano. No se indica la forma de restablecer la proporción entre acciones sin voto y otras acciones. Cualquiera es válida.

"Cuando en virtud de la reducción de capital se amorticen todas las acciones ordinarias, las acciones sin voto tendrán este derecho hasta que se restablezca la proporción prevista legalmente con las acciones ordinarias" (art. 91.2). La amortización de todas las acciones con voto es el otro supuesto de recuperación del derecho de voto contemplado por el legislador español. Pueden suscitarse en la práctica graves problemas pues accionistas sin experiencia empresarial y sin interés por la iniciativa económica habrán de abordar la complicada tarea de recomponer la proporción citada. Claro que no hay que descartar que se trate de accionistas-empresarios.

El legislador español concede una prelación a los accionistas sin voto en el supuesto de reducción de capital por pérdidas, derecho que no es seguro que deseen o por lo menos que no parece determinante a la hora de elegir este tipo de acciones y que, por otro lado, puede venir grandemente a perjudicar a los accionistas ordinarios.

#### 5. Derecho preferente a la cuota de liquidación

El accionista sin voto tendrá derecho a "obtener el reembolso del valor desembolsado antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes acciones en caso de liquidación de la sociedad" (art. 91.3). Aquí se trata de una preferencia en el tiempo y de un derecho de menor calado que los anteriores aunque sin duda irá en menoscabo también de los accionistas ordinarios. Es presumible, además, que, en la mayoría de los casos, la sociedad que se disuelve y liquida se encuentre

en grave crisis económica y que su activo pueda no bastar para pagar a los acreedores, cuanto menos para reembolsar, siquiera una parte, a los accionistas sin voto. La ventaja pues en la práctica puede resultar ilusoria.

## 6. Derecho de suscripción preferente

El derecho español concede a las acciones sin voto los "demás derechos de las acciones ordinarias, salvo el de voto" (art. 92.1), por tanto el derecho a suscribir acciones sin voto y de otra clase. Es discutible el amplio derecho de suscripción dada, en principio, la manifiesta conformidad en no participar en el control de la gestión de la sociedad ni en su posible reforma y el interés de los accionistas ordinarios en que se inhiban. También lo es que no se prevea expresamente la posibilidad de limitar estatutariamente o por acuerdo de la junta y acto complementario el derecho de suscripción de las acciones sin voto a acciones de este tipo (en este sentido, el art. 52 b) de la Propuesta de 1989 de Reglamento de Sociedad Anónima Europea. Ver COM (89) 268 final, pág. 91). Debería también el derecho español permitir un derecho preferente privilegiado de los accionistas desprovistos del derecho de voto respecto de las acciones de este tipo. En efecto, el art. 29.2 b) de la Segunda Directiva de la CEE autoriza a los Estados miembros a permitir que si se emiten acciones de una clase se posponga el derecho de suscripción de otras.

## 7. Derecho de separación

En la Ley española existe derecho de separación de los accionistas sin voto en los casos de sustitución del objeto social (art. 147) y cambio de domicilio al extranjero (art. 149.2). Más discutible es tal derecho en el supuesto de transformación de la sociedad en colectiva o comanditaria simple, aunque esto signifique la desaparición de las acciones sin voto. El acuerdo no les obligará porque, por su propio carácter, no han podido votar a su favor (art. 225.1) pero parecería que el legislador español se ha olvidado de que el accionista sin voto puede ser asistente a la junta. El no asistente quedará separado y el asistente, salvo que se entienda que puede disentir a pesar de no tener voto, no gozará de tal separación (ver art. 225.2). Es ésta una de las incertidumbres que suscita el derecho español y de las que se ha hablado al principio de este trabajo.

## V. DERECHOS ADMINISTRATIVOS

Las acciones sin voto confieren a sus titulares todos los derechos, tanto los individuales como los de minoría, salvo el de voto. Tienen derecho, entre otras

cosas, a asistir a la junta general, a hacerse representar en ella y a solicitar la información que estimen precisa acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día. En cuanto al derecho de impugnación de los acuerdos sociales, no ofrece duda respecto de aquellos que sean nulos por ir contra la ley. Más dudoso es que puedan impugnar los acuerdos que vayan contra los estatutos o aquellos lesivos para la sociedad si han asistido a la junta, pues la legislación española legitima para ello a los ausentes y a quienes hayan hecho constar en acta su oposición al acuerdo, lo que parece que sólo es posible si se ha votado en contra (ver arts: 117.2 de la LSA y 97.7.3 del Reglamento del Registro Mercantil). De nuevo el legislador se ha olvidado de que los accionistas sin voto, si bien carecen de este derecho, pueden asistir a las asambleas generales.

## VI. LA TUTELA DE LOS ACCIONISTAS SIN VOTO.

El sistema español se basa en normas de *ius cogens* para proteger a las acciones sin voto que, como ha quedado dicho, tienen derecho a un dividendo mínimo, cumulativo durante cinco años y al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias. Se pretende mediante tales normas imperativas proteger a quien se considera más débil. Pero además, "Toda modificación estatutaria que lesione directa o indirectamente los derechos de las acciones sin voto, exigirá el acuerdo de la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada" (art. 92.3). Ello significa que la disminución del dividendo estatutario, la emisión de nuevas acciones sin voto que tengan prioridad o se sitúen al mismo nivel que las ya existentes, la prórroga o la disolución de la sociedad, requerirán, entre otros supuestos, la conformidad de la mayoría de los accionistas desprovistos del derecho de voto. En cambio, a diferencia del derecho italiano, no se prevé en la Ley española una organización específica de los accionistas sin voto, junta especial o representante común, lo que no quiere decir que no se pueda crear en los estatutos. En definitiva, la excesiva, a mi juicio, tutela del accionista sin voto en la LSA no va a contribuir al éxito de una institución que, sin tantas trabas legales, cumple en otros países una útil función de instrumento de financiación de sociedades.

, Madrid, mayo de 1992

## BIBLIOGRAFIA ESPAÑOLA SOBRE ACCIONES SIN VOTO

ALBORCH: "Las acciones sin voto", Anuario de Derecho Civil, nº XXVIII, 1974.  
ALONSO ESPINOSA: "Acciones sin voto y obligaciones convertibles en acciones en la financiación de la Sociedad Anónima (primeras anotaciones a los artículos

V Congreso Argentino de Derecho Societario,  
I Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa  
(Huerta Grande, Córdoba, 1992)

- 90-92 y 292-294 de la Ley de Sociedades Anónimas”, Revista General de Derecho, Valencia, 1990.
- BELTRAN: “Las acciones sin voto” en *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, por VV.AA., bajo la dirección de ROJO, Editorial Civitas, Madrid, 1987.
- BERCOVITZ, A.: “Acciones sin voto y usufructo de acciones”, Boletín del Círculo de Empresarios, nº 49, 1990.
- BROSETA: “Acciones” en *La reforma del derecho español de las sociedades de capital*, por VV.AA., coordinado por ALONSO UREBA, CHICO ORTIZ y LUCAS FERNANDEZ, Editorial Civitas, Madrid, 1987.
- CACHON BLANCO: “Las acciones sin voto”, Actualidad Civil, nº 32, 9 septiembre 1990.
- CUESTA RUTE: “Clases especiales de acciones y su problemática”, Revista de Derecho Financiero y Hacienda Pública, nº 106-107, julio-octubre 1973.
- CUESTA RUTE: “El aumento y la reducción del capital social” en *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, por VV.AA., bajo la dirección de ROJO, Editorial Civitas, Madrid, 1987.
- DUQUE: “Absentismo del accionista y acciones sin voto” en *Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo*, vol. VII, Madrid, 1991.
- GIRON TENA: “Las reformas varias, pendientes y andantes de la sociedad anónima en España”, *La Ley*, 17 de enero 1989.
- GOMEZ MENDOZA: “Algunas cuestiones en materia de acciones y obligaciones en el Proyecto de Estatuto de Sociedad Anónima Europea”, en *Estudios y textos de derecho de sociedades de la CEE*, bajo la dirección de GIRON TENA, Publicaciones de la Facultad de Derecho, Universidad Complutense, Madrid, 1978.
- GOMEZ MENDOZA: “Derechos patrimoniales del accionista sin voto”, Cuadernos de Derecho y Comercio, nº 7, mayo 1990.
- GOMEZ MENDOZA: “Acciones sin voto” en *Derecho de Sociedades Anónimas. II. Acciones*, Editorial Civitas, próxima aparición.
- IBAÑEZ JIMENEZ: “Las acciones sin voto como instrumento alternativo de financiación”, Boletín de Información Comercial Española, del 23 de diciembre de 1991 al 5 de enero de 1992.
- JUSTE: “El sistema de representación proporcional en el Consejo de Administración según el Real Decreto 821/1991, de 17 de mayo”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº42, abril-junio 1991.
- MENENDEZ: *Ensayo sobre la evolución actual de la sociedad anónima*, Cuadernos Civitas, Madrid, 1974.
- MENENDEZ/BELTRAN: “Las acciones sin voto”, Revista de Derecho Mercantil, V Congreso Argentino de Derecho Societario,  
I Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa  
(Huerta Grande, Córdoba, 1992)

nº 191, enero-marzo 1989.

PORFIRIO CARPIO: *Las acciones sin voto en la sociedad anónima*, Madrid, 1991.

PORFIRIO CARPIO: "Los accionistas sin voto, ¿accionistas sin tutela?", *Derecho de los Negocios*, nº 2, nov. 1990.

RODRIGUEZ ARTIGAS: *La representación de los accionistas en la Junta General de la Sociedad Anónima*, Madrid, 1990.

SANCHEZ CALERO: *Instituciones de Derecho Mercantil*, 14ª ed., Madrid, 1991.

SANCHEZ DE ANDRES: "Aumento y reducción de capital" en *La reforma del derecho español de sociedades de capital*, por VV.AA., coordinado por ALONSO UREBA, CHICO ORTIZ Y LUCAS FERNANDEZ, Editorial Civitas, Madrid, 1987.

SANCHEZ GONZALEZ: "La acción como fundamento de la condición de socio y como conjunto de derechos" en *La sociedad de capital conforme a la nueva legislación*, por VV.AA., Madrid, 1989.

TAPIA A.: "Las acciones sin voto", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 40, octubre-diciembre 1990.

URIA: *Derecho Mercantil*, 18ª ed., Madrid, 1991.

VICENT CHULIA: *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, t.I, vol. I, 3ª ed., Barcelona, 1991.

VICENT CHULIA: "El régimen de las acciones en el Proyecto de Ley de Reforma" en *El nuevo derecho de las sociedades de capital* por VV.AA., bajo la dirección de QUINTANA; Zaragoza, 1989.

VV.AA.: *Derecho Mercantil*, coordinado por JIMENEZ SANCHEZ, Barcelona, 1990.

VV.AA.: *Análisis contable, económico y financiero de las Sociedades Anónimas y de Responsabilidad Limitada*, bajo la dirección de GONZALEZ PINO, Madrid, 1989.