



- ◆ Trabajo realizado por la Biblioteca Digital de la Universidad CEU-San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)



## CAPITULO VII

### LAS ACCIONES SIN VOTO

Emilio Beltrán  
Universidad Autónoma de Madrid

**SUMARIO:** I. INTRODUCCIÓN.—II. LA EMISIÓN DE ACCIONES SIN VOTO: 1. *Condiciones para la emisión de acciones sin voto.* A) Límite subjetivo. B) Límite cuantitativo. 2. *Modos de emisión de acciones sin voto.* A) Aumento de capital con emisión de nuevas acciones. B) Transformación de acciones ordinarias (o privilegiadas).—III. RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ACCIONES SIN VOTO: 1. *Los derechos patrimoniales de las acciones sin voto.* A) El derecho al dividendo. a) El dividendo preferente: características y extensión. b) Derecho al mismo dividendo que las acciones ordinarias. B) La preferencia en la cuota de liquidación. C) El derecho del accionista sin voto en los casos de reducción del capital por pérdidas. D) El derecho de suscripción preferente. E) El derecho de separación. 2. *Derechos políticos del accionista sin voto.* A) Prohibición de solicitar la convocatoria de la junta y de asistir a ella. B) El derecho de información. C) Derecho a impugnar los acuerdos sociales. 3. *El derecho de voto de los accionistas sin voto: distinción de supuestos.* A) Reducción de capital que implique la amortización de todas las acciones ordinarias. B) Falta de distribución en un ejercicio social determinado del dividendo preferente establecido para estas acciones. C) Exclusión de las acciones sin voto de la cotización oficial en Bolsa. 4. *Obligaciones de los accionistas sin voto.*—IV. LA ORGANIZACIÓN DE LOS ACCIONISTAS SIN VOTO: 1. *La necesidad de una organización de los accionistas sin voto.* 2. *La junta especial de accionistas sin voto.* A) La insuficiencia de su regulación. B) Convocatoria. C) Competencia. 3. *El representante común de los accionistas sin voto.* A) Crítica de la construcción de la figura. B) Nombramiento y funciones.

#### I. Introducción

Con el nombre de acciones sin voto se prevé (arts. 38 a 40 del Ant.) la emisión, por parte de sociedades anónimas cuyas acciones coticen en Bolsa, de unos títulos que, a cambio de ventajas patrimoniales y a condición de que esas ventajas se respeten, no conceden a sus propietarios el derecho de voto en las juntas generales.

Aunque no fueron desconocidas en las compañías privilegiadas, bajo la forma de las denominadas *acciones rentistas* (cfr. WHAL, A.: *Traité théorique et pratique des titres au porteur*, Paris, 1891, 157 s.), las acciones carentes del derecho de voto se desarrollan en la práctica anglosajona del siglo XIX, dentro de un sistema en el cual el derecho de voto no se configura como esencial. Las *non voting shares* se han mantenido en la *Company Act* inglesa de 1985, a pesar de las críticas recibidas por la doctrina y del desprecio con que se contemplan desde las instituciones bursátiles británicas (cfr. SCHMITTHOFF, Cl. (Kay, M.-Morse, G.), *Palmer's Company Law*, 1.<sup>er</sup> vol. (22.<sup>a</sup> ed.), London, 1976, 337; MORSE, G., *Charlesworth and Cain Company Law* (12.<sup>a</sup> ed.), London, 1983, 220). En cambio, están bastante extendidas en el derecho norteamericano, como uno de los instrumentos de control de la sociedad [cfr. BERLE-MEANS, *Società per azioni e proprietà privata* (trad. it.), Torino, 1966, 72]. Su adopción por los ordenamientos europeos continentales, acompañada siempre de la concesión de ventajas patrimoniales, ha servido para poner de manifiesto la función que cumplen en el derecho de sociedades.

Por encima de justificaciones más o menos idealistas, apoyadas sobre todo en el argumento de que pueden servir de medio de lucha contra el fenómeno del absentismo de los accionistas, al privar del derecho de voto a

quien no tiene interés alguno en ejercitarlo, o, mejor aún, al evitar que estos votos sean ejercitados por quienes no son titulares de las acciones, la realidad es que las acciones preferentes sin voto constituyen, sobre todo, un *instrumento específico de financiación* que, al menos teóricamente, presenta innegables alicientes tanto para la sociedad como para los ahorradores. En efecto, con su emisión, la sociedad obtiene *fondos propios* (capital de riesgo) sin que se modifique la situación de poder existente. Este excelente medio de capitalización presenta, sin embargo, el inconveniente de ser más gravoso para la sociedad, por lo que no es infrecuente que su reconocimiento legislativo se acompañe de incentivos fiscales a las sociedades emisoras. Las acciones sin voto pueden beneficiar también a los ahorradores, que encuentran en el mercado nuevos títulos, caracterizados por una alta rentabilidad, que, además, se vincula a los beneficios sociales, aunque su atractivo estará también en función de las circunstancias que rodeen la economía en cada momento histórico, y, más en particular, dependerá de la política de dividendos que se siga.

La acogida de las acciones preferentes sin voto (*Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*) en la Ley alemana de sociedades anónimas de 1937 fue una consecuencia clara de la larga polémica desarrollada en los años anteriores sobre la conveniencia de abrir nuevos canales de financiación que permitieran, al mismo tiempo, reservar el poder a una minoría cualificada. Mantenidas en la Ley de 1965 (§§ 139 a 141), aunque no sin oposición (*vid.*, por ejemplo, KRIEBEL, H., *Mehr stimmrechtslose Vorzugsaktien?*, en «AG», 1963, 175-178), el papel de estas acciones no ha sido muy relevante. Su emisión se ha realizado principalmente por sociedades «familiares», que lograban atender a sus necesidades de financiación sin verse privados sus dirigentes del efectivo poder sobre la empresa, y por sociedades públicas. Por el contrario, no han alcanzado en Bolsa el éxito apetecido. A su vez, el pequeño ahorrador encontraba en las ventajas atribuidas a estas acciones razones sobradas para desprenderse de un derecho de voto que en ningún caso pensaba ejercer (cfr. ZÖLLNER, W., en *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln —Berlin—München, 1973, §§ 139-141, 1484-1500; RECKINGER, G., *Vorzugsaktien in der Bundesrepublik*, en «AG», 1983, 216-222, quien realiza un cuidadoso análisis de las causas que pueden motivar la emisión de acciones preferentes sin voto. *Vid.*, asimismo, el análisis de contenido económico de KLEIN, G., *Vorzugsaktien in der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika*, Köln, 1981).

La recapitalización de sociedades es el objetivo perseguido por la Ley francesa de 13 de julio de 1978, que lleva el expresivo título de «orientación del ahorro hacia la financiación de las empresas». Aunque, como sucede en el derecho alemán, pueden ser emitidas por cualquier sociedad anónima, todo apunta a su utilización por pequeñas y medianas empresas para la captación de nuevos recursos propios y la simultánea conservación de la dirección de la empresa (cfr. JAUFFRET-SPINOSI, C., *Les actions à dividende prioritarie sans droit de vote*, en «Rev. Soc.», 1979, 25-45). Ya la Ley de 26 de junio de 1957 había admitido para las sociedades de hidrocarburos la emisión de los denominados «certificados petrolíferos», auténticas acciones sin voto que perseguían la finalidad de mantener al Estado en su posición predominante, obteniendo importantes recursos financieros del ahorro público (cfr. RAULI, J., *Les certificats pétroliers*, en «Rev. trim. dr. comm.», 1957, 843-878).

Aunque carente de intenciones específicas, en esta misma línea parece moverse la regulación de las acciones preferentes sin voto en el Decreto-Ley portugués 262/86, de 2 de septiembre, por el que se aprueba el Código de sociedades mercantiles.

Todos estos ordenamientos se caracterizan por conceder un amplio margen de libertad: cualquier sociedad puede emitir esta clase de acciones. Se trata de una regulación de carácter *neutro*: las acciones sin voto pueden cumplir variadas funciones, pero la característica primordial es el recurso a una nueva fuente de financiación que presenta la ventaja fundamental, frente a las obligaciones, de dotar a la sociedad de *fondos propios* y, frente a las acciones, de permitir la conservación de la *dirección* de la empresa. Esta función de las acciones sin voto aparece finalmente institucionalizada en el derecho belga, cuya Ley de reconversión de 1984 concede a las sociedades en reconversión la posibilidad de emitir acciones privilegiadas sin derecho de voto, como medio de recapitalización de esas sociedades. Por el contrario, el legislador español optó por admitir la creación de acciones de voto plural indirecto a las sociedades acogidas a un plan de reconversión y que coticen en Bolsa (art. 10-2 del RDL 8/1983, de 30 de noviembre, de reconversión y reindustrialización; y Ley 27/1984, de 26 de julio).

Una línea formalmente diferente ha seguido el derecho italiano, claro inspirador de los trabajos españoles de reforma: con la introducción de la institución en 1974 en la Ley de reforma parcial del mercado de valores mobiliarios y del régimen fiscal de las acciones, tras un intensísimo debate [cfr. los tres volúmenes de la obra *La riforma delle società di capitali in Italia (Studi e dibattiti)*, Milano, 1968] se perseguía el objetivo fundamental de institucionalizar el fenómeno del absentismo accionarial, reconociendo la inevitable existencia de dos tipos de accionistas: los que dirigen la sociedad con su derecho de voto (accionistas de control) y aquellos que únicamente están interesados en el rendimiento de su inversión (accionistas de ahorro), cuyos votos quedan tradicionalmente en manos de entidades bancarias o de intermediación en el mercado de valores. La creación de acciones sin voto vendría únicamente a privar del voto a quien no tiene interés en ejercerlo, evitando, además, que éste sea ejercitado por quien no es su titular. Desde esta óptica, se piensa que sólo allí donde existe el accionista ahorrador y donde puede procederse a un control público de las sociedades —la *Borsa*— tiene sentido la emisión de estas acciones. Sin embargo, tras unos años de sonado fracaso de la institución, la experiencia ha demostrado la utilidad de las acciones de ahorro no tanto como medio de lucha contra el absentismo cuanto como instrumento de financiación y de recapitalización de sociedades en momentos en los que la relación entre recursos propios y recursos ajenos resulta claramente favorable a estos últimos: las sociedades obtienen fondos propios sin el riesgo de perder el control de la sociedad. Los inversores obtienen —teóricamente, al menos— una mayor rentabilidad a su dinero. Las sociedades públicas terminan por recurrir también a este tipo de financiación (cfr. DE ACUTIS, M., *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, especialmente, 48 y ss.). Las acciones sin voto vendrían a constituir un instrumento más para las reorganizaciones y reestructuraciones empresariales (vid. MALVESTITO, G., *Le azioni di risparmio*, en «Il capitale di rischio e il mercato finanziario italiano», Milano, 1984, 67-117).

La doctrina española no ha dejado de ocuparse de la posibilidad de acoger esta institución. Sin embargo, las discusiones se produjeron fundamentalmente con ocasión de la reforma italiana, por lo que giran casi exclusivamente en torno al problema del absentismo. La polémica es ésta: O se afirma que la solución al absentismo no está en privar de su voto al accionista despreocupado sino en fomentar su interés en la marcha social [cfr. OLIVENCIA, M., *Algunas cuestiones sobre el derecho de voto*, en AAMN, 17 (1972), 265-287, 284-287], alegando, además, el carácter inderogable del derecho de voto (cfr. GIRÓN, J., *Cuestiones de tipología societaria en el Proyecto italiano de reforma de la sociedad anónima*, en «La riforma delle società», cit., II, 821-842, 836-838), o se reconoce, por el contrario, que el absentismo constituye ya un fenómeno irreversible que es preciso institucionalizar mediante estas acciones, privando del derecho de voto a quien no tiene interés en ejercerlo [cfr. GARRIGUES, J., *Actions d'épargne et contrôle de l'Etat; le droit de la société par actions et le droit de l'entreprise; le problème de*

la cogestion, en «La riforma delle società», cit., I, 231-234, 232; *Orientaciones para la próxima reforma de la sociedad anónima en España*, *ibid.*, 756-773, 764-766; MENÉNDEZ, A., *Ensayo sobre la evolución actual de la sociedad anónima*, Madrid, 1974, 18-33; PEDROL, A., *La evolución actual del concepto de derecho de voto en las sociedades anónimas*, en RDP, 51 (1967), 917-940, 932-935; DE LA CUESTA, J. M., *Clases especiales de acciones y su problemática*, en RDF, 105 (1973) 913-982, 969-971; ALBORCH, M., *El derecho de voto del accionista (Supuestos especiales)*, Madrid, 1977, 376-385].

No parece, sin embargo, que el problema del absentismo sea directamente afrontado a través de esta institución. Si lo único que se pretendiera con las acciones sin voto fuera terminar con ese fenómeno, debería comenzarse por imponer a las sociedades que sufrieran este mal la emisión obligatoria de acciones sin voto hasta un porcentaje determinado del capital social, así como tratar de que fueran los absentistas quienes adquirieran dichas acciones, prohibiendo su suscripción a determinadas personas. Los medios de lucha contra el absentismo han de basarse en una potenciación de las facultades de intervención del socio. Además, no es verdad que privando a los titulares de acciones del derecho de voto se afecte únicamente a los derechos administrativos, pues está demostrado que la cotización de las acciones sin voto es siempre inferior al de las acciones con voto (cfr. BELVISO, U., *Il significato delle azioni di risparmio*, en «Giur. comm.», 1976, I, 779-809; 781-783; RECKINGER, G., *Vorzugsaktien*, cit., 217).

Desde esta perspectiva, se comprenden fácilmente las dudas suscitadas por la institución. Se afirma, en efecto, que admitir este tipo de acciones supone una ruptura del dogma según el cual debe existir una correspondencia entre participación en el capital social y participación en la dirección de la sociedad (*binomio riesgo-poder*), que el carácter esencial del derecho de voto debe mantenerse, y que, en consecuencia, las necesidades de financiación de las sociedades deben cubrirse por otras vías distintas. Sin embargo, una simple observación del entorno societario parece llevar a una afirmación distinta: la ruptura de ese dogma ya se ha producido tiempo atrás. Las sociedades anónimas caminan inexorablemente hacia un régimen oligárquico. Reconocer las acciones sin voto significaría simplemente levantar acta de defunción del sistema democrático de estas sociedades, que quizá, no pasó nunca de ser una simple ilusión.

La supresión del derecho de voto podría llevar a pensar que el accionista no es más que un sujeto que suministra recursos financieros, de modo que su posición jurídica sería muy similar a la de un obligacionista. En ocasiones, la frontera entre acciones sin voto y obligaciones puede ser difícil de delimitar, bastando pensar en la posibilidad de emitir obligaciones participativas y, sobre todo, obligaciones convertibles en acciones, con una gran variedad de fórmulas para la conversión. Ahora bien, si, desde el punto de vista económico, la gran variedad de fórmulas de financiación de las sociedades hace difícil un encuadramiento claro de cada figura, desde el punto de vista jurídico las diferencias siguen siendo claras. Las acciones sin voto son verdaderas acciones y su importe pasa a constituir capital propio de las sociedades. Además, en el sujeto titular de las acciones sin voto confluyen todos los demás derechos del accionista: su derecho económico fundamental tiene la condición de auténtico *dividendo*; tiene todos los demás derechos de las acciones ordinarias, salvo el pedir la convocatoria de la junta general y el asistir a la misma. En fin, el propio derecho de voto reaparece en varios supuestos (un amplio estudio de la naturaleza jurídica de estos títulos puede verse en DE ACUTIS, M., *Le azioni di risparmio*, cit., *passim*).

En realidad, la existencia de socios sin poderes de gestión no supone novedad alguna en el ámbito de las organizaciones sociales. En este sentido, la posición

jurídica de los titulares de acciones privadas del derecho de voto se aproxima a la de un socio comanditario. Nos encontraríamos, pues, en presencia de una concreta manifestación del fenómeno más general de *comanditarización* de las sociedades anónimas.

El verdadero problema de las acciones sin voto no parece, pues, de orden dogmático. Su admisibilidad debe venir, por el contrario, avalada por criterios de *oportunidad* o de *utilidad*. En este sentido, las acciones preferentes sin voto están llamadas a cumplir una función que no es del todo irrelevante: pueden servir de medio de capitalización de sociedades, sobre todo en períodos de retraimiento del mercado de capitales; ofrecen nuevas posibilidades al ahorro; limitan, en mayor o menor medida, las posibilidades de control de la sociedad por parte de entidades extrañas al círculo social.

Es, sin duda, deber del legislador no desconocer las posibilidades reales de esta institución, permitiendo a todas las sociedades anónimas su emisión. En todo caso, el reconocimiento legislativo de las acciones sin voto debe tener en cuenta una doble necesidad: el establecimiento de límites adecuados a la libertad de emisión de estos títulos y la previsión de una adecuada tutela de los accionistas sin voto. Será, por el contrario, facultad de cada sociedad en concreto determinar si las ventajas de su emisión van a superar o no los inconvenientes que su existencia puede generar, y opción de cada inversor decidir si suscribe o no este tipo de acciones cuando sean lanzadas al mercado.

Es obligado resaltar también que la *recepción* de esta figura en el Anteproyecto no viene exigida por el derecho comunitario, que se limita a reconocer, de un modo tangencial, la posibilidad de su emisión, en el proyecto modificado de Quinta Directiva (art. 33.2).

Por el contrario, el Proyecto de Estatuto de Sociedad Anónima Europea sí establecía (arts. 49-2 y 5 y 235-2) una regulación de las acciones sin voto, aunque ésta fuese excesivamente simplista (cfr. GÓMEZ MENDOZA, M., *Algunas cuestiones en materia de acciones y obligaciones en el Proyecto de Estatuto de la Sociedad Anónima Europea*, en «Estudios y textos de derecho de sociedades de la Comunidad Económica Europea», Madrid, 1978, 209-251, 225-229).

Ante ello, resulta necesario concluir que quizá no fuera éste el momento adecuado para la introducción de la figura. Este texto se limita a ser una reforma parcial de la legislación societaria para su adaptación a la normativa comunitaria, por lo que deja pendientes multitud de cuestiones de necesaria reforma. La admisión de las acciones sin voto no sólo exigiría una reflexión más profunda de su auténtica significación, sino también la adaptación de buena parte del articulado de la Ley. De ahí que nos parezca más prudente esperar a esa reforma global de las sociedades anónimas para introducir una institución llamada a conmocionar la estructura de estas sociedades.

## II. La emisión de acciones sin voto

### 1. Condiciones para la emisión de acciones sin voto

Los redactores del Anteproyecto han seguido en esta materia la pauta marcada por la Ley italiana de 1974, estableciendo (art. 38.1) dos tipos de limitaciones a la libertad de emisión de estas acciones. La primera, de orden *subjetivo*, exige que las sociedades emisoras tengan sus acciones (con voto) admitidas a cotización en Bolsa. La segunda, de carácter *cuantitativo*, quiere

que el importe nominal de las acciones sin voto no supere la mitad del capital social desembolsado. En fin, se echan de menos en el texto otras limitaciones que podían favorecer una adecuada comprensión de la verdadera función de estas acciones.

#### A) LÍMITE SUBJETIVO

Sólo pueden emitir acciones sin voto «las sociedades que tengan sus acciones admitidas a cotización en Bolsa (art. 38-1 del Ant.). Esta decisión, que desconoce lo que es práctica normal en el derecho comparado y que convierte en residual la posibilidad de emisión de estos títulos, no parece muy adecuada en el ordenamiento español, adoleciendo de incongruencia y de escasa o nula utilidad. Es incongruente, porque pesa sobre ella el lastre de las discusiones de hace varias décadas, que condicionaban la emisión de acciones sin derecho de voto a la difusión de las acciones entre el gran público, situación que después se identificó con la actuación en Bolsa. No es útil, porque reproducir hoy esta situación se halla en franca oposición con las exigencias que las acciones sin voto (oportunamente desmitificadas) están llamadas a satisfacer. Si se quiere, es precisamente en las sociedades caracterizadas por formas de control a nivel «familiar» donde las acciones sin voto pueden desempeñar un papel útil como alternativa al recurso al endeudamiento.

En realidad, la razón que impulsó al legislador italiano a recoger esta limitación era la idea del *control público* que puede ejercerse sobre las sociedades que operan en Bolsa. Este control permitiría atribuir una tutela externa a los denominados accionistas de ahorro (cfr. BUTIARO, L., *Le azioni senza voto*, en «La riforma delle società», cit., II, 509-516, 512-515). Como es sabido, sin embargo, nuestra legislación se halla aún muy lejos de establecer controles públicos semejantes a los que existen en el derecho italiano.

De otro lado, la previsión del Anteproyecto parece querer acentuar las diferencias entre sociedades anónimas *ordinarias* y *bursátiles* (sobre las cuales, *vid.* GONZÁLEZ DE LEÓN, J. M., *Hacia un régimen jurídico de la sociedad cotizada en Bolsa*, en «Boletín de Estudios Económicos, Univ. Com. de Deusto», abril 1974, 133 y ss.), lo que no siempre es visto con agrado por nuestra doctrina [cfr. las consideraciones críticas de SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Comentario a la modificación al Reglamento de Bolsas. La admisión de valores a cotización oficial*, en RDBB, 5 (1982), 79-116, 111-116].

En todo caso, será *nula* la emisión de acciones sin voto cuando las acciones (con voto) de la sociedad emisora no coticen en Bolsa, pues se trata de una norma imperativa de orden público. Sin embargo, la letra del Anteproyecto deja en el aire un tema que puede tener importantes repercusiones prácticas: cabe pensar, en efecto, que basta la cotización en Bolsa de una categoría de sus acciones (con voto) para emitir acciones sin voto, cuando la filosofía de la norma parece ser la de exigir que *todas* sus acciones coticen en Bolsa.

Las acciones sin voto deben ser también admitidas a cotización en Bolsa; así se desprende del art. 39.2 del Anteproyecto, a cuyo tenor las acciones sin voto tendrán este derecho cuando sean excluidas de la cotización oficial en Bolsa.

Dadas las premisas de las que parte el Anteproyecto, hubiera sido deseable seguir en este punto el modelo italiano y establecer su admisión *de derecho* a la cotización en la Bolsa en que coticen las acciones (con voto) de la sociedad emisora. La omisión del calificativo «oficial» no parece, por el contrario, que pueda inducir a confusión, a pesar de que el término si se utilice con posterioridad: debe tratarse, en todo caso, de *cotización oficial* en Bolsa.

## B) LÍMITE CUANTITATIVO

La segunda condición prevista para la emisión de acciones privadas del derecho de voto tiene un alcance cuantitativo: su emisión ha de ser «por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado» (art. 38.I del Ant.). Con este límite, que se establece con mayor o menor intensidad en casi todos los ordenamientos, se trata de impedir que un pequeño grupo de accionistas pueda controlar la sociedad emitiendo un gran número de acciones sin voto. Se trata, en definitiva, de mantener al menos en parte, la estructura tradicional de las sociedades anónimas, de modo que las decisiones sean tomadas por mayoría.

Los redactores del Anteproyecto se mantienen en una posición intermedia entre quienes piensan que la limitación debería ser aún más rigurosa, para salvaguardar en la mayor medida posible el principio democrático de las sociedades (así, la Ley francesa de 1978 fija ese límite en el 25 por 100 del capital social) y quienes opinan, por el contrario, que carece de sentido toda limitación (cfr. FRANCESCHELLI, R., *Osservazioni e critiche al progetto di riforma; opportunità di una disciplina organica delle società per azioni; oggetto sociale; partecipazioni; clausole di gradimento; eccesso di potere; non necessità di attendere la riforma comunitaria*, en «La riforma delle società», cit., I, 304-317, 314). Dicho límite no existe en los ordenamientos anglosajones.

En todo caso, como en tantas otras ocasiones, la norma fija un límite *máximo* a la emisión de acciones sin voto. Los estatutos —originarios o modificados— pueden restringir más la cuantía de estas acciones en relación con el total del capital social desembolsado.

El cálculo del porcentaje establecido debe realizarse comparando el importe *nominal* del conjunto de las acciones sin voto con el importe *desembolsado* de *todo* el capital social, en el que se incluye obviamente el representado por las acciones sin voto. El cálculo debe efectuarse tanto en los casos de creación de acciones sin voto como en los supuestos de reducción *de capital* (vid. *infra*, III,1,c).

El Anteproyecto no prevé tampoco aquí sanción alguna para el supuesto de contravención. Sin embargo, como en el caso anterior, debe considerarse *nula* la emisión de acciones sin voto que supere dicho límite, porque violaría una norma imperativa.

El Anteproyecto no ha recogido, por el contrario, otra serie de limitaciones a la libertad de emisión de acciones sin voto, cuyo objetivo último se centra en una delimitación más concreta de su función y, sobre todo, en una mayor protección de sus titulares. Así, por ejemplo, el derecho francés prevé la prohibición de suscripción de estas acciones por los administradores de la sociedad y la necesidad de que las sociedades se encuentren en buena situación económica, lo que se exterioriza por la circunstancia de que en los tres últimos ejercicios se hayan repartido dividendos al menos en dos ocasiones (cfr. JAUFFRET-SPINOSI, C., *Les actions à dividende prioritaire*, cit., 32-34). La primera limitación parece sumamente

razonable, pues nada más lógico que no permitir adquirir acciones sin voto a quien forzosamente está interesado en la gestión social; pero resultaría poco operativa, desde el momento en que estas acciones pueden ser emitidas al portador. Por el contrario, la segunda parece más criticable, porque no resulta conveniente cercenar las posibilidades de las acciones de ahorro como medio de saneamiento de sociedades en crisis. En todo caso, la exigencia de la cotización en Bolsa viene a cumplir indirectamente esa misma función.

## 2. Modos de emisión de acciones sin voto

La exigencia de que las acciones (con voto) de la sociedad emisora hayan sido admitidas a cotización en Bolsa impide la creación de acciones sin voto en el momento constitutivo de la sociedad, dados los requisitos que exige la regulación bursátil para la admisión a cotización (art. 26 del Reglamento de Bolsas).

Nada impide, sin embargo, la previsión estatutaria de *transformación automática* de acciones ordinarias (o privilegiadas) en acciones privadas del derecho de voto tan pronto como se consiga la admisión a la cotización oficial. Con ello, una minoría tendría el control inicial de la sociedad. La conversión debe ser automática, pues de lo contrario se estaría concediendo un poder excesivo al accionariado de control.

A pesar del silencio del texto, dos serán los modos de creación de acciones sin voto: aumento de capital con emisión de nuevas acciones (arts. 89 y ss. del Ant.) y transformación de acciones ordinarias (o privilegiadas) en acciones sin voto (arg. art. 86 del Ant.).

### A) AUMENTO DE CAPITAL CON EMISIÓN DE NUEVAS ACCIONES

Si la función que cumplen estas acciones es capitalizar a la sociedad, el procedimiento normal para su creación será el de aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias de los suscriptores. Sin embargo, como quiera que estos títulos tienen la naturaleza de acciones y el Anteproyecto guarda silencio al respecto, nada impide que se realicen también con cargo a aportaciones no dinerarias (art. 91 del Ant.), mediante compensación de créditos (artículo 92.1) o por conversión de obligaciones en acciones (art. 92.2).

Particularmente interesante resulta el supuesto de conversión de obligaciones en acciones sin voto, las cuales, a su vez, pueden prever la convertibilidad en acciones ordinarias (o privilegiadas), como sucede con cierta frecuencia en la práctica italiana (cfr. CASELLA, P., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983, 268-273). Se pone así de manifiesto la vinculación económica existente entre las obligaciones convertibles y las acciones sin voto como medio de atracción de capitales a las sociedades.

Por el contrario, no resultaría posible emitir estas acciones por el procedimiento de aumento de capital con cargo a reservas de libre disposición, pues, en esta modalidad, por prescripción legal, las nuevas acciones han de ser ordinarias (art. 93 del Ant.).

La aplicación a las acciones sin voto del régimen previsto con carácter general para el aumento de capital provoca en este último caso una situación *absurda*:

aunque ya existiesen acciones de esa naturaleza, no podrían emitirse más con cargo a reservas. La doctrina española critica ya el art. 94 de la vigente Ley que prohíbe la creación de acciones privilegiadas a través de esa modalidad (cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid, 1973, 282-284). En este sentido, resulta más previsora el legislador italiano al disponer (art. 2.442 del *Codice civile*) que las nuevas acciones deben tener las mismas características que las que ya están en circulación y asignarse gratuitamente a los accionistas en proporción a las que posean.

En los supuestos de emisión de acciones sin voto mediante un aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias deben plantearse aún dos temas íntimamente relacionados entre sí y que afectan a algunos aspectos esenciales de estas acciones: el derecho de todos los accionistas a la suscripción preferente de las nuevas acciones sin voto y la emisión de acciones con prima. Con respecto al primero, parece existir una contradicción clara entre el respeto íntegro al derecho de suscripción preferente de todos los accionistas y la función que los redactores del Anteproyecto prevén para las acciones sin voto, pues cualquier accionista —de control o de ahorro— tendría derecho a adquirir estas acciones. Aunque razones de interés social pueden justificar la exclusión de ese derecho (art. 96 del Ant.) en el supuesto, por ejemplo, de la necesidad de obtener nuevos fondos para la sociedad que los viejos accionistas ya no estén dispuestos a aportar, nada autoriza a admitir una exclusión del derecho de suscripción preferente que afectase sólo a los accionistas con voto. Cualquier accionista puede, pues adquirir acciones sin voto.

Problema más puntual sería el de la *adjudicación* de estas acciones en el supuesto de que ya existieran acciones sin voto, cuyos titulares (*vid. infra*, III,1,D) gozan también del derecho a suscribir con preferencia cualquier tipo de acciones. Salvo razones de interés social, que pueden llevar a la junta a excluir total o parcialmente el derecho de suscripción preferente, deberá aplicarse el derecho conforme al porcentaje de participación de cada accionista en el capital social (cfr., en relación con la emisión de acciones privilegiadas, GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952, 492; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente*, cit., 284-304).

Las acciones sin voto no pueden emitirse por una cifra inferior al valor nominal, pero sí con *prima* (art. 33.2 del Ant.). Sin embargo, la emisión de estas acciones con prima, necesaria para conservar el valor real de las viejas acciones, podría vaciar de contenido el privilegio de los accionistas sin voto sobre el dividendo, compensándose su ventaja patrimonial con el pago de la correspondiente prima. Surge, de este modo, un conflicto entre el interés de los viejos accionistas a que se mantenga el valor real de sus acciones y el interés de los suscriptores de estas acciones a que no se desnaturalice su privilegio patrimonial. Lógicamente, si la sociedad pretende colocar esas acciones en el mercado, deberá renunciar a emitir las por un valor superior al nominal.

El *órgano* que acuerde el aumento de capital con emisión de acciones sin voto ha de ser, en todo caso, la junta general, de acuerdo con las normas generales sobre modificaciones estatutarias. Como las acciones sin voto no son acciones ordinarias, no puede encontrar aplicación el procedimiento de capital autorizado (art. 94 del Ant.). Sí es admisible, por el contrario, que la

junta general delegue la ejecución del acuerdo ya adoptado (art. 90.3 del Ant.).

En fin, las acciones sin voto deben ser suscritas en su integridad, pero pueden estar sólo parcialmente desembolsadas (*vid. infra*, III,4).

#### B) TRANSFORMACIÓN DE ACCIONES ORDINARIAS (O PRIVILEGIADAS)

Aunque el Anteproyecto no recoge expresamente la posibilidad de transformación de acciones (supuesto previsto en el vigente art. 93 de la Ley de sociedades anónimas), nada impide la creación de acciones sin voto mediante transformación de un grupo de acciones ordinarias (o privilegiadas), siempre que se respete el límite cuantitativo exigido para su emisión y las normas sobre modificaciones estatutarias.

La transformación puede ser muy variada. Puede ocurrir que, con anterioridad, exista sólo una clase de acciones o que existan ya varias. En el primer supuesto bastará el acuerdo de la mayoría de la junta general, debiendo ofrecerse las acciones sin voto de modo proporcional a todos los accionistas. En el segundo, la transformación puede referirse a acciones ordinarias o a acciones privilegiadas; pero, en todo caso, será necesario, además del acuerdo de la junta general, el de la mayoría de los titulares de las categorías privilegiadas, ya que la transformación puede afectarles directa o indirectamente al crear acciones *preferentes* (art. 86 del Ant.).

Si ya existieran con anterioridad acciones sin voto y se previese la creación de títulos de esta naturaleza con mayor contenido de derechos (nada impide, en efecto, la existencia de varias categorías de acciones sin voto), la facultad de transformación debe otorgarse también a sus titulares.

### III. Régimen jurídico de las acciones sin voto

#### 1. Los derechos patrimoniales de las acciones sin voto

Es en este terreno donde se ha centrado el esfuerzo de los redactores del Anteproyecto, acumulando una serie de ventajas patrimoniales para los accionistas sin voto que no tiene parangón en otros ordenamientos. Sin embargo, se echa de menos, en ocasiones, una adecuación del resto del articulado.

##### A) EL DERECHO AL DIVIDENDO

La primera ventaja patrimonial ofrecida a los accionistas sin voto (art. 38.2 del Ant.), que significa, además, la contraprestación de la privación de esa facultad, es el derecho a un *dividendo anual preferente*, de carácter *acumulable*. Una vez satisfecho el dividendo preferente, las acciones sin voto tienen derecho al *mismo dividendo* que las acciones ordinarias.

Se sigue también aquí el modelo italiano, que marca un límite legal mínimo al privilegio de las acciones sin voto. En el derecho alemán, por el contrario, es la sociedad la que debe valorar en cada caso el privilegio patrimonial que quiere ofrecer para atraer ahorradores (cfr. ZOLLNER, W., *op. cit.*, § 139, *Anm.*, 9). Es incluso posible que la ventaja de los accionistas sin voto sea únicamente *temporal* y no *sustancial* (cfr. ZOLLNER, W., *op. cit.*, § 139, *Anm.*, 11).

a) *El dividendo preferente: características y extensión*

La primera característica de esta ventaja patrimonial es que se trata, en todo caso, de un *dividendo* y no de un derecho de crédito del accionista frente a la sociedad: el derecho de crédito del socio sólo nace si existen beneficios repartibles y la junta general acuerda su distribución (aunque no sea libre para ello).

La afirmación viene avalada no sólo por la letra del Anteproyecto, sino sobre todo por la previsión de que, transcurridos cinco años desde que en un ejercicio ese dividendo no se hubiera satisfecho, *caducará* el derecho del accionista (art. 39-1.º del Ant.). Se trata con ello de garantizar al accionista el cobro del dividendo preferente frente a posibles maniobras de la sociedad, pero sólo durante cinco años. El privilegio no supera, pues, los límites de una participación en *beneficios* en sentido técnico. El accionista sin voto no es un acreedor, sino un *socio* (contra, ALBORCH, M., *El derecho de voto*, cit., 360).

Las consecuencias de esa afirmación son importantes. En primer lugar, el derecho al dividendo no surge automáticamente con la aprobación de un balance del que resulten datos suficientes para satisfacer el privilegio, sino como consecuencia del correspondiente *acuerdo de distribución* tomado por la junta general ordinaria.

En segundo lugar, resultará de aplicación lo previsto en el inciso primero del art. 110.c).2 del Anteproyecto, en el sentido de que no podrán repartirse dividendos hasta que no se hallen «cubiertas las atenciones previstas por la Ley o los estatutos». En consecuencia, no será posible pagar el dividendo a los accionistas sin voto más que después de separar la cifra correspondiente para nutrir la *reserva legal* [art. 110.c).4 del Ant.], así como otras posibles reservas legales o estatutarias; los gastos de constitución de la sociedad [art. 106.a).1 del Ant.]; los eventuales privilegios reservados a fundadores y promotores (art. 15 del Ant.) e, incluso, la participación que pudiera haberse concedido a los trabajadores o a los titulares de obligaciones participativas. Distinta es, en cambio, la posición de los administradores cuya remuneración consista en una participación en beneficios, pues en este caso la Ley (art. 74 de la LSA, no modificado por el Anteproyecto) reconoce a los accionistas preferencia sobre ellos hasta «un dividendo del 4 por 100, o el tipo más alto que los estatutos han establecido». Aunque falta la coordinación necesaria entre este precepto y el que confiere el dividendo preferente a los accionistas sin voto, todo parece indicar que gozarán éstos de preferencia en cuanto a su dividendo preferente y el mismo dividendo «ordinario» que la Ley garantiza a todos los accionistas. En el supuesto de que ese mismo privilegio se haya concedido a una *clase* de acciones con voto, la preferencia de los accionistas sin voto sobre ellos parece manifiesta, dado el carácter legal de su privilegio. Se trata, pues, de una *preferencia* frente al resto de los accionistas (con voto); pero no frente a quienes tengan la categoría de acreedores ni frente a las «atenciones necesarias». En fin, si existen varias *clases* de acciones sin voto, el Anteproyecto exige que se satisfaga a todos —sin prelación alguna— el mínimo establecido.

Sin que ello suponga una contradicción con su naturaleza de dividendo, el privilegio concedido a los accionistas sin voto tiene un *carácter necesario*. En otros términos, la previsión del Anteproyecto trata de garantizar a los accionistas sin voto su dividendo preferente, eliminando toda discrecional-

lidad de la junta general. Si existen —cubiertas las atenciones antes indicadas— beneficios distribuibles, la junta no puede dedicarlos a otros fines. Si no se respetase el derecho de las acciones sin voto, y sin perjuicio del carácter acumulable de su preferencia, el accionista sin voto —o el representante común de los accionistas sin voto— podría impugnar el acuerdo social por ser contrario a la Ley [vid. *infra*, III,2,c)]. La consecuencia sería otra si se conceptuase al accionista sin voto como un acreedor sobre un porcentaje de los beneficios: su derecho de crédito habría nacido con la aprobación del balance que contuviera beneficios suficientes y no debería impugnar el acuerdo social, sino que podría exigir inmediatamente el pago.

La primera redacción del precepto establecía que el dividendo preferente «deberá pagarse con cargo a los beneficios distribuibles del ejercicio. Cuando no existan suficientes beneficios, el dividendo preferente podrá ser abonado con cargo a reservas de libre disposición, si así lo acuerda la junta general». Su supresión en el texto objeto de análisis es importante porque elimina toda discrecionalidad de la junta: el dividendo preferente debe ser pagado siempre que haya *beneficios distribuibles*, procedan del mismo ejercicio o de reservas de libre disposición (beneficios de años anteriores) [art. 110.c)2 del Ant.]. Naturalmente, por aplicación del mismo precepto, si existieran pérdidas de ejercicios anteriores que hicieran que el valor del patrimonio neto de la sociedad fuera inferior a la cifra del capital social, el beneficio debe destinarse a la compensación de estas pérdidas. El derecho de los accionistas sin voto no llegaría a nacer.

El dividendo preferente tiene, en tercer lugar, un *carácter acumulable* (artículo 39.1 del Ant.): la parte no satisfecha en un determinado ejercicio deberá ser cubierta con posterioridad, una vez que se produzcan ganancias.

La razón de esta característica del privilegio, muy extendida entre las acciones privilegiadas [cfr. URÍA, R. (MENÉNDEZ, A.), en Garrigues-Uría, *Comentario a la Ley de sociedades anónimas* (3.ª ed.), Madrid, 1976, I, 434; DE LA CUESTA, J. M., *Clases especiales de acciones*, cit., 948-950], es evidente: caso de no establecerse la previsión de acumulación, a la sociedad le resultaría muy fácil llevar una política de balance que alternara los resultados positivos y negativos de la gestión, con la consecuencia de que los accionistas sin voto cobrarían menos que si al final de cada ejercicio hubiese habido beneficios. La preferencia del accionista sin voto no existe sólo en los años en que la sociedad obtiene beneficios.

En todo caso, el derecho del accionista *caduca* a los cinco años. Durante ese período «la parte no abonada del dividendo deberá ser satisfecha (...) con cargo a los beneficios distribuibles, si los hubiera en cantidad suficiente» (artículo 39.1 del Ant.). Subsiste, por tanto, la obligación de la sociedad de satisfacer el dividendo.

Cuando, existiendo dividendos acumulables, se produzcan ganancias, el reparto de los beneficios se hará del modo siguiente: En primer lugar, deberán abonarse los dividendos no satisfechos en ejercicios anteriores, con preferencia para los más antiguos; en segundo lugar, el dividendo preferente del ejercicio correspondiente; en fin, el dividendo ordinario (cfr. ZOLLNER, W., *op. cit.*, § 139, *Anm.*, 20; JAUFFRET-SPINOSI, C., *op. cit.*, 37). El dividendo acumulado deberá ser pagado a quien sea accionista en el momento del pago. Sólo en caso de pacto expreso entre transmitente y adquirente de las acciones podrá el titular originario del derecho al dividendo repetir lo pagado al nuevo accionista.

Sería admisible que una cláusula estatutaria estableciera la *reducción* del dividendo *acumulado*, siempre que se mantuviera dentro del límite legal. Así, por ejemplo, prever que el dividendo preferente sea un 10 por 100 del capital desembolsado; pero el acumulado —en caso de impago— se reduzca a un 5 por 100, que es el mínimo.

En fin, mientras dicho dividendo acumulable no se satisfaga, el accionista tiene derecho de voto en las juntas generales (*vid. infra*, III,3,B).

El privilegio sobre el dividendo se refiere a un 5 por 100 del valor *desembolsado* de la acción. La decisión de los redactores del Anteproyecto es coherente, al desconocer la norma de otros ordenamientos que se refieren al valor nominal, pues resulta más justo remunerar el capital efectivamente entregado. También se separan de la disposición del Anteproyecto de 1979, según la cual (art. 43.II.1) debía computarse, además, la parte proporcional de las reservas que correspondieran al accionista sin voto.

Se trata de un *mínimo legal*, que puede ser ampliado (nunca reducido) por los estatutos, originarios o modificados.

En el caso de que existieran varias categorías de acciones sin voto, las preferencias entre ellas sólo podrán establecerse una vez cubierto el privilegio legal mínimo. En caso de insuficiencia del privilegio legal, deberá realizarse un reparto proporcional entre todos los accionistas sin voto.

#### b) *Derecho al mismo dividendo que las acciones ordinarias*

A tenor del art. 38.2.a).II del Anteproyecto, «una vez satisfecho el dividendo preferente, los titulares de las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que las acciones ordinarias». Según esta disposición, tendrán preferencia para el cobro del dividendo los titulares de acciones *privilegiadas* a quienes se hayan concedido un dividendo preferente.

Naturalmente, los *estatutos* pueden establecer nuevas ventajas de los accionistas sin voto, tales como recibir un porcentaje mayor que las acciones ordinarias o el mismo derecho que otras acciones privilegiadas (con voto).

### B) LA PREFERENCIA EN LA CUOTA DE LIQUIDACIÓN

Los accionistas sin voto tienen también el derecho a «obtener el reembolso del valor desembolsado de sus acciones antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes acciones, en caso de liquidación de la sociedad» [art. 38.2.b) del Ant.]. Se trata de una preferencia menos incisiva que la anterior. En primer lugar, con carácter general, porque nadie adquirirá estas acciones pensando en una ventaja lejana y eventual, como es la concedida en caso de liquidación de la sociedad. En segundo lugar, porque puede tratarse únicamente de una *preferencia temporal* y no sustancial: no se trata de cobrar más, sino de cobrar antes. El principio de igualdad entre todos los accionistas (con voto y sin voto) sólo se romperá en el supuesto de que el patrimonio resultante de la liquidación sea insuficiente para garantizar el reembolso íntegro del capital desembolsado. Por supuesto, si el capital se ha perdido por completo, los accionistas sin voto no sólo no obtendrán reembolso alguno, sino que, además, en el supuesto de que no hubieran desembolsado íntegramente las acciones, estarán obligados a hacerlo (art. 160.5 de la LSA), ya que se trata de acciones en sentido técnico-

jurídico: los accionistas quedan pospuestos a los acreedores sociales, incluidos los obligacionistas.

Una vez más, estamos en presencia de una norma de mínimos. Los estatutos pueden modificar el carácter del privilegio, siempre y cuando se respete la norma que concede preferencia a los acreedores sociales sobre los socios.

El derecho de prelación concedido a los accionistas sin voto alcanza, como parece más justo, a la parte de capital *desembolsado* por los accionistas sin voto.

Si existen varias categorías de acciones sin voto, todas ellas gozarán por ley de la preferencia en el reembolso del capital, sin perjuicio de que, cumplida esa mínima exigencia legal, puedan establecerse privilegios de unas categorías sobre otras.

#### C) EL DERECHO DEL ACCIONISTA SIN VOTO EN LOS CASOS DE REDUCCIÓN DEL CAPITAL POR PÉRDIDAS

La misma preferencia anterior se reproduce, *durante societate*, en el caso de reducción del capital social como consecuencia de pérdidas: las acciones sin voto no se verán afectadas «sino cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes acciones» [art. 38.2.c) del Ant.]. Se trata, pues, de una simple *prelación*: si las pérdidas no se cubren con la amortización de todas las acciones con voto, también se verán afectadas las acciones sin voto.

Esta ventaja patrimonial, que no aparecía en el Anteproyecto de 1979, esta tomada directamente del derecho italiano (art. 15 de la Ley de 1974). Como en ese ordenamiento, la sociedad tendrá que realizar varias operaciones: en primer lugar, calcular la reducción necesaria para absorber las pérdidas; en segundo lugar, reducir el valor nominal de las acciones ordinarias y de las privilegiadas con voto, pues la expresión «restantes acciones» no deja lugar a dudas. En fin, si la reducción supera el valor nominal de todas las acciones con voto, habrá que proceder a una reducción por igual del valor nominal de todas las acciones sin voto (cfr. NOBILI, R., y VITALE, M., *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975, 446-448).

Asimismo, la redacción del precepto, en relación con el que se refiere a la preferencia sobre la cuota de liquidación, deja bien clara la posición de accionista del titular de acciones sin voto, pues participa en las pérdidas como cualquier otro socio; entrega a la sociedad capital de riesgo (cfr., ampliamente, DE ACUTIS, M., *Le azioni di risparmio*, cit., especialmente 106-120).

a) Como consecuencia de la reducción de capital, sea o no por pérdidas, puede suceder que el importe nominal de las acciones sin voto exceda de la mitad del capital social desembolsado, violando el límite impuesto a su emisión (art. 38.1 del Ant.). De ahí que se prevea [art. 38.2.c) del Ant.] el deber de la sociedad de restablecer la proporción en el plazo máximo de dos años. Lógicamente, la proporción sólo puede restablecerse mediante un aumento de capital con emisión de acciones con voto (ordinarias o privilegiadas), o transformando acciones sin voto en acciones con voto.

En este sentido, y siempre que se respeten los límites temporales, sería admisible realizar varios aumentos de capital. Ahora bien, para el restablecimiento de la proporción no basta la emisión de nuevas acciones, y ni siquiera su suscripción, por cuanto el cómputo debe realizarse sobre la base del capital desembolsado.

b) Puede ocurrir que no sólo se rompa la proporción legal, sino que, además, haya que amortizar todas las acciones con voto. También en este supuesto la proporción legal entre capital desembolsado e importe nominal de acciones sin voto puede restablecerse en un plazo de dos años a través de uno o varios aumentos de capital. La diferencia con el supuesto anterior estriba en que los accionistas sin voto gozan provisionalmente de este derecho.

Aunque el Anteproyecto no señalara nada a este respecto, habría que concederles igualmente el derecho de voto, porque, en otro caso, no podría tomarse el acuerdo de aumentar el capital.

c) Puede suceder, finalmente, que el capital social se pierda en su integridad como consecuencia de pérdidas, en cuyo caso la sociedad podría *reintegrarlo* (art. 150.3 de la LSA) emitiendo cualquier clase de acciones, siempre que se respete la proporción legalmente exigida.

Si, en cualquiera de los supuestos indicados, no se consigue restablecer la proporción entre acciones sin voto y capital social en el plazo de dos años, procederá la *disolución* de la sociedad. Para ello, se exige, no obstante, el acuerdo en tal sentido de la junta general (art. 152.II de la LSA). La junta deberá ser convocada por los administradores, voluntariamente o a petición de *cualquier* accionista. En principio, también un accionista sin voto podría pedir la convocatoria. Sin embargo, se lo prohíbe el art. 38.2.e), lo que provoca una nueva oscuridad interpretativa (*vid. infra*, III,2,A).

#### D) EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

Para tutelar el valor real de las acciones sin voto, los redactores del Anteproyecto reconocen expresamente el derecho de suscripción preferente de sus titulares sobre cualquier clase de acciones en los casos de aumento de capital [art. 38.1.d) del Ant.]. Se trata de un precepto aparentemente innecesario por cuanto la misma conclusión se extrae del examen conjunto de los artículos 38.1.e), que concede a los accionistas sin voto todos los demás derechos del accionista, y 95 y 96, que regulan el derecho de suscripción preferente de los socios. Se ha querido, sin embargo, dejar claro que no pueden establecerse limitaciones a esta facultad: el accionista sin voto tiene derecho a suscribir acciones «cualquiera que sea su clase» (ordinarias, privilegiadas con voto y sin voto) y «en la misma proporción y condiciones que las acciones *ordinarias*».

Se ha optado en este punto por seguir la solución germánica [§ 140 (1), AKtG] (cfr. ZOLLNER, W., *op. cit.*, § 140, *Anm.*, 2), rechazando las limitaciones que suelen establecerse en otros ordenamientos: así, la Ley italiana de 1974 (art. 14-IV) sólo admite el derecho de suscripción preferente de los accionistas sin voto sobre acciones ordinarias en caso de que no se emitan acciones sin voto o en caso de que las emitidas sean insuficientes (cfr. NOBILI, R., y VITALE, M., *op. cit.*, 424-425), y la Ley francesa de 1978 (art. 269.5) prevé la posibilidad de que la junta general limite su derecho de suscripción a la adquisición de nuevas acciones sin voto (cfr. JAUFFRET-SPINOSI, C., *op. cit.*, 38).

El Anteproyecto no soluciona el controvertido tema de la admisibilidad o no de un derecho de suscripción preferente privilegiado (sobre el cual, *vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción*, cit., 204-212), lo que deja abierto el interrogante de si cabe, por vía estatutaria, establecer como una ventaja más de las acciones sin voto un privilegio en su derecho de suscripción preferente. En todo caso, sería aconsejable prever una preferencia de los accionistas sin voto sobre los restantes en caso de emisión de nuevas acciones sin voto. De otro lado, en el supuesto de existir acciones ordinaria y privilegiadas sobre el derecho de suscripción preferente, las acciones sin voto se equipararían a las primeras («acciones ordinarias» es la expresión del Anteproyecto), a menos que una cláusula estatutaria estableciera lo contrario.

Naturalmente, por aplicación de lo dispuesto en el apartado e) del art. 38.1, los accionistas sin voto tendrían el mismo derecho que los restantes a la *asignación gratuita* de las nuevas acciones (ordinarias) emitidas por la sociedad en caso de aumento de capital con cargo a reservas (art. 93).

### E) EL DERECHO DE SEPARACIÓN

Uno de los temas que no soluciona el Anteproyecto es el relativo a la admisibilidad o no del derecho de separación de los titulares de acciones sin voto en los supuestos generales en que este derecho es concedido a los accionistas. El Anteproyecto concede el derecho de separación sólo a los accionistas *disidentes* y a los *no asistentes* a las juntas generales. Aunque los accionistas sin voto no puedan merecer esa calificación, el artículo 38.2.e) les concede todos los derechos de las restantes acciones, y, entre ellos, se encuentra el de separarse de la sociedad cuando ésta tome ciertos acuerdos considerados graves para los socios (transformación de la sociedad, cambio de objeto, fusión, escisión).

Existe, además, *interés* del accionista sin voto a separarse de la sociedad. Este interés es manifiesto en el supuesto de *transformación* de la sociedad anónima en otro tipo social, pues no podrían subsistir las acciones sin voto, y no puede rechazarse, como para cualquier otro accionista, en los restantes supuestos (cfr. DE ACUTIS, M., *Le azioni di risparmio*, cit., 140, nota 42).

Quizá la solución deba hallarse analizando cada uno de los supuestos legales de concesión de este derecho. Así, en el caso de *transformación* de la sociedad, la desaparición de las acciones sin voto exigiría la aprobación de sus titulares en junta especial (art. 40.4 del Ant., *vid. infra*, IV,2,C) por lo que no habría inconveniente ninguno en atribuir este derecho a los accionistas sin voto ausentes o disidentes en la junta especial. La concesión del derecho debe ser general en aquellos casos en que no se exige acuerdo de la junta especial: supuestos de cambio de objeto social, debiendo intepretarse que el accionista sin voto es *ausente*, y de incorrecta valoración de aportaciones no dinerarias efectuadas por estos accionistas, por cuanto su tutela no puede ser, sin expresa declaración legal, inferior a la de los restantes accionistas. Consideración especial merecen, en fin, los supuestos de fusión y escisión: en los casos en que sea necesario el acuerdo de la junta especial (cuando *afecte directamente* a los derechos de los accionistas sin voto), habrá accionistas sin voto ausentes o disidentes que podrán separarse de la sociedad.

Cuando esa junta no deba celebrarse (porque la operación no modifique sus derechos), deben tener todos facultad de separarse.

Una vez más, parece necesaria, pues, una adaptación del Anteproyecto, que contemple los problemas especiales de estos accionistas.

Finalmente, el Anteproyecto crea un *nuevo* supuesto de derecho de separación, de exclusiva aplicación a las acciones sin voto «cuando sean excluidas de la cotización oficial en Bolsa» (art. 39.2); dejando, no obstante, abierto el interrogante de los efectos sobre las acciones sin voto de la exclusión de la cotización de las restantes acciones (*vid. infra*, III,3,C).

Se trata de un derecho de separación distinto de los demás, porque no arranca necesariamente de un acuerdo de la sociedad, sino, en ocasiones, de una decisión de los órganos bursátiles correspondientes (arts. 49 y 50 del Reglamento de Bolsas), que tiene un oscuro precedente en la reforma del Reglamento de Bolsas realizada por el Real Decreto 1.536/81, de 13 de julio: según el apartado b) del artículo 27, en el caso de exclusión de la cotización a petición de la sociedad, «*se garantizará el interés de los accionistas... que se opusieron o no votaron el acuerdo*», expresión que ha sido interpretada en el sentido de que la retirada de la cotización estaría siendo tratada como un supuesto de cambio de objeto social (cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Comentario a la modificación al Reglamento de Bolsas*, cit., 115). En este sentido, no deja de ser significativa la remisión al art. 85.3 del Anteproyecto (separación por cambio de objeto social), para la ejecución de este derecho de separación.

## 2. Derechos políticos del accionista sin voto

### A) PROHIBICIÓN DE SOLICITAR LA CONVOCATORIA DE LA JUNTA Y DE ASISTIR A ELLA

Las acciones sin voto carecen del derecho de pedir la convocatoria de la Junta General y del derecho de asistir a la misma [art. 39.2.e) del Ant.], los cuales se conceden, en cambio, al representante común de los accionistas sin voto (art. 40.3 del Ant.) (*vid. infra*, IV,3,B). Es razonable privarles del derecho de solicitar la convocatoria de la junta, por cuanto la función meramente instrumental del mismo puede ser cumplida por el representante común, mientras que concederles ese derecho podría entorpecer la marcha de la vida social. Lógicamente, los accionistas sin voto tampoco pueden unirse a los accionistas comunes para alcanzar los mínimos exigidos para solicitar la convocatoria.

Pero no parece tan razonable privarles del derecho de asistencia, disposición sin parangón en otros ordenamientos. En primer lugar, porque carece de sentido privar de este derecho a quien, según la óptica del Anteproyecto, no lo va a ejercitar. En segundo lugar, porque la concesión de este derecho no desnaturalizaría las acciones sin voto: el derecho de asistencia e incluso el de intervención en la junta atribuiría al accionista el poder de debatir y de ser informado de la marcha de la sociedad, sin que, por ello, adquiriera poder alguno sobre la gestión de la sociedad. En fin, porque si los accionistas recuperan el derecho de voto, será más conveniente para ellos conocer con anterioridad el funcionamiento del órgano volitivo de la sociedad.

La atribución del derecho de asistencia, en las mismas condiciones que el resto de los accionistas, no impediría la conservación de las reglas según las cuales «las acciones sin voto no se tendrán en cuenta para determinar el

*quorum* de constitución de la junta general (ni consecuentemente, para la votación) ni para el cómputo de las acciones que, agrupadas, otorgan el derecho a la designación de un miembro del consejo de administración (art. 39.3 del Ant.).

#### B) EL DERECHO DE INFORMACIÓN

El accionista sin voto tiene también el derecho de información, aunque, lógicamente, no con la misma extensión que el resto de los accionistas. En efecto, al estar privado del derecho de asistencia a las juntas generales, no podrá valerse de las facultades concedidas a los accionistas sobre la posibilidad de solicitar información en la propia junta (art. 65 de la LSA), pero sí podrá pedir las informaciones pertinentes antes de su celebración (art. 65 de la LSA) y, sobre todo, «podrá obtener de la sociedad, de forma inmediata y gratuita, los documentos que han de ser sometidos a la aprobación de la (...) (junta) y el informe de los auditores» [art. 110.b).1 del Ant.]. No sería admisible, en consecuencia, que los administradores pospusieran la información solicitada al momento de la junta, alegando la asistencia del representante común de los accionistas sin voto.

Además de esa facultad del accionista aisladamente considerado, el Anteproyecto concede al representante común de los accionistas sin voto el derecho a «examinar por sí, o por otras personas, los libros de la sociedad» (art. 40.3). El representante común podrá, además, ejercitar en la junta general el derecho de información en nombre de sus representados (*vid. infra*, IV,3,B).

Sin embargo, resulta claramente insuficiente el sistema legal de información. No basta, en efecto, con permitir a los socios sin voto el acceso a ciertas informaciones sociales. Dadas las características de estos sujetos, resultaría mucho más adecuado y coherente imponer a los administradores un deber de información suficiente con respecto a los accionistas sin voto.

#### C) DERECHO A IMPUGNAR LOS ACUERDOS SOCIALES

Los accionistas sin voto gozan del derecho a impugnar los acuerdos sociales, como remedio previsto por el legislador para la tutela de las minorías, tanto en los supuestos de acuerdos *nulos* como simplemente *anulables*. Ninguna duda se suscita para los primeros, entre los cuales habrán de incluirse aquellas modificaciones estatutarias que afecten directamente a los derechos de las acciones sin voto y hubieran sido acordadas sin el consentimiento de la junta especial (art. 40.4 del Ant.), por cuanto cualquier interesado puede realizar la impugnación. Por el contrario para impugnar los acuerdos anulables sólo están legitimados los accionistas no asistentes, aquéllos que, no habiendo votado a favor del acuerdo, hubieran hecho constar en acta su oposición y los ilegítimamente privados del derecho de voto (art. 69 de la LSA). No obstante, y sin perjuicio de que razones de coherencia del texto aconsejen la inclusión expresa de este derecho de los accionistas sin voto o, alternativamente, la ampliación de los sujetos legitimados activamente para la impugnación, parece clara la atribución de esta facultad a los accionistas sin voto. En primer lugar, porque el Anteproyecto les concede los «mismos derechos de las acciones ordinarias», privándoles únicamente de la posibilidad de asistir a la junta y de pedir su convocatoria [art. 39.2.e)]. En segundo

lugar, y sobre todo, porque el accionista sin voto no puede ser tutelado en menor medida que otros sujetos con derechos sobre los beneficios sociales: la falta de atribución expresa de esta facultad al representante común de los accionistas sin voto (*vid. infra*, IV,3,B) dejaría a éstos en un estado de indefensión en el supuesto, por ejemplo, de que se aprobase un balance sin beneficios suficientes para cubrir su dividendo preferente, existiendo realmente esas ganancias.

Es esta, además, la solución que, a pesar del silencio legal, suele defenderse en otros ordenamientos, en base a la atribución a estas acciones de todos los derechos menos el de voto: § 140 (1) AktG (cfr. ZOLLNER, W., *op. cit.*, § 140, *Anm.*, 2), artículo 14-IV de la Ley italiana (cfr. NOBILI, R., y VITALE, M., *La riforma delle società*, cit., 422-423).

No puede negarse, sin embargo, que en determinados supuestos, no exista *interés legítimo* del accionista sin voto para impugnar algunos acuerdos. De ahí que, si se quiere tutelar efectivamente el derecho de los accionistas sin voto sin necesidad de poner en peligro el funcionamiento normal de la sociedad, hubiera resultado más conveniente prever una regulación especial de la impugnación de acuerdos sociales en relación con estos accionistas.

Lógicamente, el accionista sin voto tiene también el derecho a obtener certificación de los acuerdos sociales, en los términos del artículo 66.I de la Ley de sociedades anónimas. El derecho existe tanto para los acuerdos de la junta general como para los de la junta especial [cfr., con carácter general, ROJO, A., *El derecho a obtener certificación de los acuerdos sociales*, en «La Ley», V (1984), núm. 945 (25 de mayo), 1-6, 2, nota 7].

### 3. El derecho de voto de los accionistas sin voto: distinción de supuestos

La privación del derecho de voto a los titulares de estas acciones no es funcionalmente ilimitada ni temporalmente indefinida. Para determinados acuerdos gozan en todo caso de esa facultad y en otras ocasiones recobran en su integridad el derecho de voto. Se trata, en consecuencia, de una privación del derecho de voto *condicionada* a la presencia de determinados pre-supuestos. En efecto, de un lado, toda modificación estatutaria que afecte directamente a sus derechos precisa del acuerdo de los accionistas sin voto adoptado en junta especial (art. 40.4 del Ant.) (*vid. infra*, IV,2,C). De otro, principalmente, los accionistas sin voto se *convierten* en accionistas con voto, de un modo provisional, en tres supuestos diferentes. La atribución del derecho de voto tiene en estos tres casos un alcance general, extendiéndose a todo tipo de acuerdos y también a los derechos instrumentales al de voto: derecho a solicitar la convocatoria de la junta y derecho de asistencia a la misma. Por ello mismo, las acciones sin voto se computarán para el cálculo de los correspondientes *quorum*.

#### A) REDUCCIÓN DE CAPITAL QUE IMPLIQUE LA AMORTIZACIÓN DE TODAS LAS ACCIONES ORDINARIAS

El fundamento de esta «recuperación» del voto es obvio: el acuerdo de restablecer la proporción legalmente prevista entre acciones con voto y capital

social, exigido por el art. 38.2.c).II del Anteproyecto, no podría tomarse si ningún accionista pudiera votar.

Por eso mismo, la «recuperación» del voto no es indefinida. Dura un máximo de dos años, período durante el cual la sociedad debe restablecer la proporción entre los distintos tipos de acciones o, en caso contrario, disolverse (*vid. supra*, III,1,C).

#### B) FALTA DE DISTRIBUCIÓN EN UN EJERCICIO SOCIAL DETERMINADO DEL DIVIDENDO PREFERENTE ESTABLECIDO PARA ESTAS ACCIONES

El fundamento de la atribución del voto se encuentra ahora (art. 39-1 del Ant.) en la tutela del accionista sin voto, con lo cual se pone de manifiesto la correlación existente entre la privación del voto y la concesión de un privilegio patrimonial: las acciones sólo serán sin voto en tanto en cuanto se respete ese privilegio. La supresión del derecho de voto se encuentra, pues, subordinada al pago del dividendo preferente. En realidad, los titulares de estas acciones serán accionistas sin voto en los períodos prósperos de la sociedad y se convertirán en accionistas ordinarios en las épocas de dificultad económica.

De este precepto se extrae un argumento más para descubrir la verdadera función económica perseguida con la regulación de las acciones sin voto. En efecto, si únicamente se tratase de mitigar el fenómeno del absentismo, no tendría sentido tutelar al ahorrador con la atribución del voto, pues ese sujeto no ejercerá su derecho en ningún caso. Así, por ejemplo, en el derecho italiano no se contempla en ningún caso la atribución del voto como medio de tutela de estos accionistas. En efecto, la previsión del Anteproyecto procede del derecho alemán [§ 140 (2) AKtG] en el cual (*vid. supra*, I) está clara la función de estos títulos como instrumento de capitalización de sociedades y de conservación del control por una minoría.

La atribución del voto se produce siempre que el dividendo *preferente* no se satisfaga, total o parcialmente, en un *ejercicio social determinado*. Teniendo en cuenta su naturaleza de *dividendo* (*vid. supra*, III,1,A), la atribución del derecho de voto sólo se produciría cuando se adoptase por la junta general ordinaria el acuerdo de no pagar el dividendo preferente, sea porque no hubo beneficios suficientes, sea porque la junta decidiese darles otro destino. Naturalmente, el derecho de voto no se recupera si el accionista no hace uso de su derecho a cobrar el dividendo o renuncia a la percepción del mismo. El derecho de voto se mantiene mientras no sea satisfecho en su integridad el dividendo preferente por acuerdo de la junta general. El pago de dividendos a cuenta no puede servir, pues, para volver a privar del voto a estos socios.

Tampoco en este supuesto la duración del derecho de voto es ilimitada: el Anteproyecto lo limita a los cinco ejercicios siguientes a aquel en que no se satisfaga el dividendo preferente.

Distinta es la solución en otros ordenamientos. Así, en el derecho alemán, el voto se recupera si el dividendo preferente dejado de pagar en un determinado ejercicio no es tampoco satisfecho en el siguiente, y su atribución se mantiene hasta que se realice el pago [§ 140 (2) AKtG] (cfr. ZOLLNER, W., en *Kölner Kommentar*, cit., § 140, *Anm.*, 4 y ss.). En la Ley francesa de 1978 el voto sólo se otorga si se deja de pagar el dividendo preferente durante tres ejercicios consecutivos y

sólo se vuelve a perder si la sociedad satisface el dividendo (art. 269.3) (cfr. JAUFRET-SPINOSI, C., *Les actions à dividende prioritaire*, cit., 39-40).

### C) EXCLUSIÓN DE LAS ACCIONES SIN VOTO DE LA COTIZACIÓN OFICIAL EN BOLSA

El fundamento de este último supuesto (art. 39.2 del Ant.) es también claro: en la óptica del Anteproyecto, las acciones sin voto sólo tienen sentido en sociedades cuyas acciones coticen en Bolsa. Más aún, su adquisición sólo puede tener lugar en Bolsa. Por eso, si dejan de cotizar hay que tutelar al accionista inversor, y ello se hace a través de dos sistemas: la conversión automática de los títulos en acciones con voto y la atribución de un derecho de separación. En realidad, se concede al accionista sin voto la opción de continuar en la sociedad como accionista privilegiado, pues nada se dice de la eventual pérdida de los privilegios, o separarse de la misma.

El precepto se refiere sólo a la exclusión de las acciones sin voto, dejando sin resolver el supuesto de que las que dejen de cotizar sean las *acciones con voto*. Sin embargo, la solución debe venir en el sentido de que las acciones sin voto podrán continuar existiendo siempre que coticen en Bolsa. La existencia de cotización de las acciones ordinarias es sólo un presupuesto para la emisión (art. 38 del Anteproyecto); no se exige que subsista a lo largo de toda la vida social.

### 4. Obligaciones de los accionistas sin voto

Las obligaciones de los accionistas sin voto son las mismas que las de los restantes accionistas. Estarán, pues, obligados a satisfacer al menos el veinticinco por ciento del valor nominal de cada acción en el momento de la suscripción y serán deudores de la sociedad por la parte no desembolsada. Mientras las acciones sin voto no estén íntegramente desembolsadas, tendrán carácter nominativo (art. 47 del Ant.). En el supuesto de mora en el cumplimiento de la obligación, la sociedad tendrá contra el titular actual y contra los que lo hubieran sido en los tres años anteriores las acciones previstas en los arts. 47.h) y 47.i) del Anteproyecto, y el accionista sin voto sufrirá los efectos previstos en el art. 47.j), salvo, obviamente, el de la pérdida del derecho de voto, que sólo se producirá, en su caso, en la correspondiente junta especial, o si previamente hubiera adquirido el derecho a votar en junta general.

Del mismo modo, podrán emitirse acciones sin voto con prestaciones accesorias [art. 11.5.j) del Ant.], aunque las dificultades de su negociación pudieran enfrentarse a la idea del Anteproyecto, que concibe las acciones sin voto como títulos fácilmente negociables.

En fin, al accionista sin voto no se le pueden imponer, sin su consentimiento, nuevas obligaciones (art. 85.1 del Ant.).

## IV. La organización de los accionistas sin voto

### 1. La necesidad de una organización de los accionistas sin voto

El *fundamento* de la organización de los accionistas sin voto es fácil de explicar si se recuerda la función económica que cumplen. La emisión de acciones sin voto permite a la sociedad obtener nuevos fondos propios sin el

peligro de que se alteren las relaciones de poder en su seno. Esta ventaja para la sociedad debe ser compensada dotando a los ahorradores de medios de defensa lo suficientemente atractivos como para inducirles a la adquisición de estos títulos, pues de nada serviría ofrecerles privilegios patrimoniales que no apareciesen suficientemente tutelados.

En este sentido, el Anteproyecto prevé diversas medidas de tutela. En primer lugar, se establece un sistema de *autotutela del accionista sin voto* aisladamente considerado, en cuanto se le concede legitimación activa para la impugnación de acuerdos sociales, goza del derecho de separarse de la sociedad en determinados supuestos y se le atribuye en otros el derecho de voto. Sin embargo, ninguna de esas facultades garantiza suficientemente la defensa de sus derechos: si el prototipo de accionista sin voto es el sujeto desinteresado de la marcha de la sociedad, que sólo pretende obtener un rendimiento de sus ahorros, no puede afirmarse seriamente que queda suficientemente tutelado «interesándose» en la marcha de la sociedad.

De ahí que, en segundo lugar, se prevea un sistema de *autotutela del grupo* de accionistas sin voto, que se manifiesta en la previsión de una *organización* de los mismos para la defensa de sus intereses comunes, plasmada en la constitución de una *junta especial* y en el nombramiento de un *representante común*.

La previsión de esta organización está tomada del derecho italiano, que fue, además, pionero en su regulación. En otros ordenamientos, la tutela de las acciones sin voto no va más allá de la exigencia de realizar una votación específica entre sus titulares cuando pueda producirse un perjuicio de la categoría (cfr., ampliamente, COSTA, C., *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, Milano, 1984, 29-74). Así, por ejemplo, la Ley alemana de sociedades anónimas exige el acuerdo de los accionistas sin voto, tomado en una reunión extraordinaria y con mayorías reforzadas, en los supuestos de supresión o de limitación de su preferencia y en los casos de emisión de acciones preferentes sin voto que hayan de prevalecer o equipararse, desde el punto de vista de los derechos patrimoniales, a las ya existentes (§ 141 AktG; cfr. ZOLLNER, W., *op. cit.*, § 141; WERNER, W., *Die Beschlussfassung der Inhaber von stimmrechtslosen Vorzugsaktien*, en AG, 1971, 69-76).

La propia Ley italiana de 1974 establece un tercer sistema de tutela, en este caso *externa* a la categoría y de naturaleza *pública*, mediante la creación de la Comisión Nacional para la Sociedad y la Bolsa (CONSOB), encargada de ejercer un control de las sociedades cuyos títulos coticen en Bolsa, como garantía para los ahorradores.

En la redacción del Anteproyecto de Ley de sociedades anónimas de 1979, se establecía únicamente la necesidad del acuerdo de la junta especial para que la sociedad pudiera adoptar decisiones que, modificando los estatutos, afectasen directa o indirectamente a la categoría (art. 44.II). Pero es obvio que en un sistema como el español, en el que no existe un adecuado control público de las sociedades, dicha tutela resulta a todas luces insuficiente: la junta especial no puede tener ese carácter ocasional, sino que debe concebirse como un verdadero *órgano* del grupo de accionistas sin voto, con capacidad para defender los intereses de sus miembros. Ahora bien, la tutela de la categoría tampoco puede basarse exclusivamente en la existencia del órgano colectivo, puesto que si el presupuesto de toda la disciplina de las acciones sin voto es el desinterés de sus titulares, no será fácil que acudan a esas juntas. Desde esta óptica, el centro del sistema de tutela debería ser

el representante común de los accionistas sin voto, al que se le deberían atribuir, en calidad de *órgano social*, las facultades necesarias para tutelar los intereses comunes de estos accionistas.

No es este, desgraciadamente, el sistema configurado en el Anteproyecto: la figura del representante común se encuentra muy desdibujada, con facultades legales insuficientes para tutelar adecuadamente los intereses comunes de los accionistas sin voto. De este modo, se deja depender de la junta especial toda la eficacia del sistema: sólo un buen funcionamiento de la junta especial podría suplir las insuficiencias legales; pero no cabe albergar excesivas esperanzas en ese sentido. No sólo por el desinterés de sus miembros, sino también porque existe la posibilidad real de que las juntas especiales sólo funcionen por la existencia de accionistas de control de la sociedad que sean titulares, al mismo tiempo, de acciones sin voto, con la consecuencia de que la tutela de la categoría se encontraría en manos de los mismos sujetos que dominan la sociedad.

De este modo, la modificación de la estructura orgánica de la sociedad anónima es más aparente que real. La junta especial tendrá la consideración de órgano social, porque los accionistas sin voto son verdaderos socios y, como tales, interesados, directa o indirectamente, en la supervivencia y rentabilidad de la empresa social; pero el papel del representante común se encuentra subordinado a las decisiones de la junta, salvo por lo que se refiere a algunas facultades otorgadas imperativamente por la norma.

## 2. La junta especial de accionistas sin voto

### A) LA INSUFICIENCIA DE SU REGULACIÓN

Los accionistas sin voto se constituyen *ex lege* en una junta especial (art. 40.1 del Ant.). Si existen varias categorías de estas acciones, con distintos derechos, cada una de ellas ha de tener su propio órgano de expresión colectiva.

A pesar de su carácter *necesario*, la regulación prevista por el Anteproyecto es claramente insuficiente. Las numerosas lagunas que presenta resultan más difíciles de llenar si se piensa que no existe en la Ley de sociedades anónimas (ni en el Anteproyecto) una regulación sistemática de las diferentes juntas especiales de accionistas.

Más aún, la existencia de juntas especiales de los titulares de una categoría de acciones (con voto) ni siquiera es necesaria: el acuerdo de los accionistas afectados puede, en efecto, ser tomado en la misma junta general o en una junta especial convocada al efecto [cfr. URÍA, R. (Menéndez, A.), *Comentario*, cit., II, 246-247]. Dicha alternativa se encuentra expresamente prevista en el Anteproyecto (art. 86.2). Se trata únicamente de asegurar el acuerdo de la mayoría de los afectados, como un mecanismo sustitutivo del veto (*vid.*, en general, GARCÍA LUENGO, R. B., *Régimen jurídico de las juntas especiales en la sociedad anónima*, Salamanca, 1980).

Por el contrario, la junta especial de accionistas sin voto se constituye como un verdadero órgano social, encargado no sólo de aprobar los acuerdos que puedan afectar directamente a sus miembros (art. 40.4 del Ant.), sino también de «deliberar sobre cualesquiera cuestiones que afecten a los intereses de estos accionistas» (art. 40.1 del Ant.).

Lógicamente, no cabe tampoco recurrir a la regulación legal de la asamblea de obligacionistas (art. 122 y ss. de la LSA) porque los titulares de acciones sin voto no son acreedores, sino auténticos socios.

Así, pues, aunque hubiera sido deseable una previsión expresa del Anteproyecto, la consideración de la junta especial como órgano social lleva a afirmar que, en defecto de disposiciones estatutarias al respecto, deberán aplicarse analógicamente las normas sobre junta general de accionistas, salvo, quizá, por lo que se refiere a la adopción de acuerdos especiales.

## B) CONVOCATORIA

En esta materia, el Anteproyecto se limita a señalar que «la junta especial podrá ser convocada por el representante común o por los administradores de la sociedad». La primera junta deberá ser convocada necesariamente por los administradores para que pueda procederse al nombramiento del representante común. Sin embargo, ni se prevé un plazo para ello ni tampoco un sistema subsidiario de convocar.

Se trata, en todo caso, de una *facultad* y no de un deber de convocar, aunque este deber existirá siempre que la sociedad vaya a tomar un acuerdo que afecte directamente a los intereses de estos accionistas. Por eso mismo, y aun cuando no se prevea la posibilidad de convocatoria a petición de los accionistas interesados, habrá que considerar aplicables por analogía las disposiciones legales sobre convocatoria de junta general extraordinaria de accionistas a petición de la minoría (arts. 56 y 57.II de la LSA): los administradores —o el representante común— deberán convocar la junta cuando lo soliciten socios sin voto que representen, al menos, la décima parte del capital social desembolsado representado por acciones sin voto. En caso de que la convocatoria no se produjese, estos mismos socios podrán solicitar la convocatoria judicial de la junta especial.

A pesar de todo, la solución que se ofrece no es satisfactoria: en todo caso, se da la paradoja de que los accionistas *desinteresados* han de *interesarse* para estar adecuadamente tutelados. Resulta preocupante la falta de previsión de los redactores del Anteproyecto, pues muy bien puede ocurrir que la junta especial jamás se constituya, limitándose la sociedad a pedir la aquiescencia de sus miembros cuando ésta venga exigida legalmente.

A falta de disposición expresa, y en defecto de previsión estatutaria, la forma de la convocatoria, el derecho de asistencia y la propia celebración de la junta se regirán por las disposiciones previstas para las juntas generales.

## C) COMPETENCIA

La junta especial de accionistas sin voto es competente, en primer lugar, para nombrar al representante común. El nombramiento ha de llevarse a cabo en la primera junta, que deberá ser convocada inmediatamente por los administradores. Naturalmente, la propia junta ha de entenderse facultada para la destitución del representante común.

En segundo lugar, ha de deliberar y votar necesariamente toda modificación de estatutos que afecte directamente a los derechos de los accionistas sin voto (art. 40.4 del Ant.). Con ello, se está afirmando que los accionistas

sin voto no pierden en su integridad ese derecho, sino que gozan de un *derecho especial de voto* para determinados acuerdos. El precepto recuerda lo establecido en el art. 85.II de la Ley de sociedades anónimas (art. 86 del Ant.), sobre la tutela de los titulares de acciones privilegiadas, pero con dos significativas modificaciones. La primera de ellas es que no basta cualquier tipo de «afección», sino que el efecto sobre los derechos de las acciones sin voto ha de ser directo: el acuerdo social de modificación estatutaria debe provocar inmediatamente una alteración de su situación jurídica.

Ejemplos típicos de ello serán los acuerdos de supresión de las acciones sin voto; de reducción de sus privilegios, aun manteniendo los límites legales (en otro caso, se trataría de acuerdos ilegales), de transformación de la sociedad, etc. Por el contrario, habría un simple perjuicio indirecto o mediato, que no requeriría el acuerdo de la junta especial, en aquellas modificaciones estatutarias que previeran la emisión de otras acciones sin voto, con mayor o igual preferencia que las ya existentes, o la concesión de otras participaciones en beneficios que pudieran perjudicar los derechos de los accionistas sin voto.

La segunda matización es que no se exige «el acuerdo de la *mayoría* de estas acciones», sino únicamente «el acuerdo adoptado en la junta especial». Naturalmente, ello no quiere decir que la modificación estatutaria pueda ser aprobada por cualquier número de socios sin voto, pues, en efecto, el precepto debe ser integrado. Una primera posibilidad interpretativa sería la de considerar aplicables las normas sobre junta general. En este caso, para entender válidamente constituida una junta especial que deba adoptar el acuerdo de modificar los estatutos, se requeriría, en segunda convocatoria, la presencia de, al menos, un veinticinco por ciento del capital desembolsado representado por las acciones sin voto. El acuerdo se entendería aprobado por la junta especial por simple mayoría de capital cuando estuviera presente más del cincuenta por ciento del capital desembolsado y por una mayoría reforzada (2/3), si no se alcanza la mencionada representación (art. 58 del Ant.). Ello implicaría que, en ningún caso, se exigiría para la aprobación del acuerdo en junta especial el voto favorable de la *mayoría* de estos accionistas. Si a ello se une que estas acciones pueden ser adquiridas también por los denominados accionistas de control de la sociedad, que ejercitarán normalmente también su derecho de voto en estas juntas, se comprenderá fácilmente cómo quedaría en sus manos la propia existencia de esta categoría de acciones.

Ante ello, parece más apropiado acudir a las normas previstas para la adopción de *acuerdos especiales*, y exigir, a pesar del silencio de la norma, la votación favorable de la *mayoría* de los accionistas afectados (art. 86.1 del Ant.).

Por lo demás, debe tratarse de modificaciones estatutarias —y no de cualquier otro tipo de acuerdo, de la junta o del consejo— y ha de afectar a los *derechos* de los accionistas sin voto. Sin embargo, no debe tratarse necesariamente de uno de sus privilegios, sino de cualquiera de sus facultades.

La junta especial tiene, en fin, competencia para «deliberar sobre cualesquiera cuestiones que afecten a los intereses de estos accionistas» (art. 40.1 del Ant.). La función ordinaria de la junta será, pues, la de debatir la marcha de la sociedad en relación con las acciones sin voto y la de dar al representante común las instrucciones oportunas para su actuación. El límite de su competencia se encuentra en el interés común de los accionistas sin voto.

### 3. El representante común de los accionistas sin voto

#### A) CRÍTICA DE LA CONSTRUCCIÓN DE LA FIGURA

La junta especial de accionistas sin voto debe nombrar un representante común, que tiene una serie de competencias destinadas a suplir el derecho de voto de sus representados y a facilitar las relaciones entre esta categoría de socios y la sociedad.

La figura, que no aparecía en el Anteproyecto de Ley de 1979, debería haberse convertido en el eje del sistema de tutela de los accionistas sin voto, al carecer el ordenamiento jurídico español de adecuados controles externos. En efecto, si el prototipo de titular de estas acciones es el sujeto desinteresado en la marcha de la sociedad, no parece que ni las medidas de autotutela individual ni la existencia de una junta especial puedan tener mucha virtualidad. Solamente un órgano específico puede preocuparse de tutelar sus intereses. Por eso, resulta cuando menos sorprendente la parquedad de su regulación, en la que se observa sobre todo la ausencia de un mandato legal suficiente, la falta de atribución con carácter general de las facultades gestoras y representativas del grupo.

La omisión resulta aún más extraña si se piensa que los redactores del Anteproyecto contaban con un precedente importante en la figura del comisario del sindicato de obligacionistas, que «tendrá la representación legal del sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan» y «será el órgano de relación entre la sociedad y el sindicato». Aunque estas fórmulas legales estén lejos de solucionar todos los problemas, sí permiten pensar en una figura con poderes suficientes para tutelar al grupo.

Los redactores se separan también, en este punto, del modelo italiano, en el cual el representante común de los accionistas de ahorro está investido legalmente de los poderes de gestión y representación del grupo. Se le impone, además, el deber de «tutelar los intereses comunes de éstos en sus relaciones con la sociedad» (art. 16.IV) y se le aplican las disposiciones relativas al representante común de los obligacionistas (cfr., ampliamente, COSTA, C., *Il rappresentante comune*, cit., *passim*).

Ante esta situación, no queda otro remedio que pensar que la figura del representante común queda deliberadamente desdibujada porque no se le quiere otorgar ese papel de protagonista, o, más exactamente, porque se quiere dejar en manos de la junta especial la tutela de las acciones sin voto. Pero esta actitud resulta abiertamente censurable sólo con pensar que la junta especial puede estar dominada por las mismas personas que la propia sociedad. La fractura del sistema es tan importante que puede provocar el fracaso de la institución.

#### B) NOMBRAMIENTO Y FUNCIONES

El representante común de los accionistas sin voto será nombrado por la primera junta especial, que será convocada por los administradores de la sociedad, voluntariamente o a petición de los propios interesados (*vid. supra*, IV,2,C). La competencia de la junta es exclusiva y excluyente, pues el Anteproyecto no prevé ningún sistema subsidiario de nombramiento, que lo encomendara, por ejemplo, a la autoridad judicial. En consecuencia, bien puede

ocurrir que el representante común jamás sea nombrado, pues ni una sola disposición del Anteproyecto tiende imperativamente a ello.

No hay tampoco disposición alguna que haga referencia a las *condiciones personales* que debe reunir el representante común. El cargo podrá, pues, recaer en cualquier persona —física o jurídica, accionista sin voto o no—, con capacidad para obligarse. Puede tener particular interés para los accionistas sin voto que el cargo recaiga en una entidad dedicada profesionalmente a la administración de valores mobiliarios.

Corresponde también a la junta especial la *destitución* del representante común, que podrá ser decidida en cualquier momento y sin necesidad de justa causa, aunque la revocación *ad nutum* puede provocar la necesidad de una indemnización si el representante común hubiera sido nombrado por un periodo determinado.

En cuanto a sus *facultades*, además de la capacidad para convocar la junta especial (art. 40.2 del Ant.) cuando lo considere necesario, se le permite «examinar por sí, o por otra persona, los libros de la sociedad, pedir la convocatoria de la junta general y asistir a ésta con voz y sin voto» (art. 40.3 del Ant.).

Sin duda la más importante es la facultad de examinar los libros sociales, lo que constituye un importante y necesario complemento del derecho de información del accionista individual: la labor de tutela que la junta especial puede encomendar al representante común exige, en efecto, para ser eficazmente realizada que se le concedan facultades extraordinarias que le permitan tomar conocimiento directo de la marcha de la sociedad.

La reproducción de lo establecido con referencia al comisario del sindicato de obligacionistas para los casos de emisión de obligaciones sin garantía específica (art. 118 de la LSA) permite aplicar a este supuesto las pautas interpretativas adoptadas por la doctrina dominante tanto desde el punto de vista objetivo como subjetivo. El *objeto* de este especial derecho de información se extiende a todos los libros de la sociedad, obligatorios o no. En cuanto al aspecto *subjetivo*, el representante común puede servirse de cualquier persona experta en la materia para realizar el oportuno examen de los libros [cfr. URÍA, R. (Menéndez, A.), *Comentario*, cit., II, 578].

La facultad de pedir la convocatoria de la junta general tiene, por el contrario, una eficacia muy limitada. El representante común no puede convocar por sí la junta general en ningún caso, sino únicamente solicitar su convocatoria a los administradores. Debe incluso descartarse la posibilidad de que pueda pedir una convocatoria judicial cuando los administradores no accediesen a su solicitud, por cuanto esa facultad está expresamente negada a los accionistas sin voto [art. 38.2.e)].

La última facultad atribuida al representante común, que viene a suplir la carencia de sus representados, es la de asistir e intervenir en las juntas generales de accionistas. Es el modo en que los accionistas sin voto pueden expresar sus opiniones ante el resto de la sociedad, por lo que el representante común aparece legalmente configurado como la persona que relaciona a la sociedad con una categoría especial de accionistas. Se trata, en todo caso, de una facultad y no de un deber; pero es una facultad que no puede ser estatutariamente restringida.

Las facultades indicadas constituyen un *mínimo*: la junta especial puede y debe conferir al representante común todas aquellas competencias que

estime convenientes, dentro de su propio ámbito de competencia, cuyo límite se cifra en el *interés común* de los accionistas sin voto. Entre ellas, podrá tener especial interés conferirle la representación procesal del grupo para la impugnación de acuerdos sociales que puedan afectar a sus derechos. En todo caso, el representante común no podrá actuar sin una decisión de la junta especial que le confiera los poderes necesarios.