

Las acciones de voto múltiple ante el ocaso del principio «una acción, un voto»: la transposición de la Directiva (UE) 2024/2810 al Derecho de sociedades español

Multiple-vote shares and the twilight of the «one share, one vote» principle: the transposition of Directive (UE) 2024/2810 into Spanish company law

Àlex Garcia Escolar

Graduado en Derecho y Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Autónoma de Barcelona. Estudiante del Máster de Acceso a la Abogacía y Procura y del Máster en International Business Law en ESADE.

Alex.Garcia.Escolar@uab.cat

Orcid: 0009-0009-5444-3417

Recibido el 17 de agosto de 2026; aceptado el 24 de septiembre de 2026.

Resumen: La Directiva (UE) 2024/2810 obliga a los Estados miembros a admitir estructuras de acciones de voto múltiple para las sociedades que acceden por primera vez a un mercado. Este trabajo analiza su encaje en el Derecho español, donde los artículos 96.2 y 188.2 de la Ley de Sociedades de Capital consagran la proporcionalidad entre capital y voto, y examina críticamente el anteproyecto de ley de transposición de 2026. Se sostiene que el principio «una acción, un voto» nunca fue absoluto, que las mayorías reforzadas exigidas resultan ineficaces por aplicarse antes de la cotización y que los límites cuantitativos requieren una calibración más estricta.

Palabras clave: Acciones de voto múltiple; principio de proporcionalidad; una acción, un voto; Directiva (UE) 2024/2810; sociedades cotizadas; acciones de lealtad; tutela de la minoría; gobierno corporativo.

Abstract: Directive (EU) 2024/2810 requires Member States to allow multiple-vote share structures for companies seeking first admission to trading. This paper examines its integration into Spanish company law, where Articles 96.2 and 188.2 of the Companies Act enshrine proportionality between capital and voting power, and critically assesses the 2026 draft transposition bill. It argues that the «one share, one vote» principle was never absolute, that the

reinforced majorities required prove ineffective because they apply before listing, and that the quantitative limits on voting ratios and privileged capital call for stricter calibration.

Keywords: Multiple-vote shares; proportionality principle; one share, one vote; Directive (EU) 2024/2810; listed companies; loyalty shares; minority protection; corporate governance.

I. Introducción

El acceso de las empresas europeas a los mercados de capitales ha vuelto recientemente al centro de la agenda regulatoria de las instituciones de la Unión Europea. La constatación de que un número creciente de sociedades en fase de expansión (especialmente las empresas tecnológicas de rápido crecimiento —*scaleups*—) optaba por cotizar fuera del mercado europeo, y especialmente en aquellos mercados donde se permite a sus fundadores conservar el control tras la salida a bolsa, llevó al legislador europeo a replantear los obstáculos que la propia arquitectura societaria imponía a la financiación bursátil. Fruto de esa reflexión surge el paquete normativo conocido como *EU Listing Act*, integrado por el Reglamento (UE) 2024/2809, la Directiva (UE) 2024/2811 y la Directiva (UE) 2024/2810, esta última relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a la cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación¹.

El contraste con el modelo estadounidense resulta ilustrativo. En los Estados Unidos las estructuras de doble o múltiple clase de acciones (*dual-class shares*) constituyen una práctica extendida y plenamente admitida en los mercados de valores: numerosas grandes compañías, como Meta o Snap, cotizan bajo esquemas que atribuyen a sus fundadores un poder de voto muy superior a su participación en el capital. Esta permisividad no es casual, sino consecuencia de una determinada filosofía regulatoria. Cuando en 1988 la Comisión de Mercado de Valores estadounidense (*Securities and Exchange Commission*) trató de imponer, por vía de su regla 19c-4, un estándar de admisión inspirado en la regla «una acción, un voto», el tribunal de apelaciones del circuito del Distrito de Columbia anuló la norma en el asunto *Business Roundtable v. SEC*, al entender que la ordenación de los derechos de voto de los accionistas pertenece al Derecho societario de los estados y excede la competencia de la agencia federal, circunscrita a la transparencia y no a la sustancia del voto². Desde entonces, la ausencia de un mandato de proporcionalidad ha

1 Directiva (UE) 2024/2810 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación (DO L, 2024/2810, de 14 de noviembre de 2024).

2 *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990). La regla 19c-4, adoptada por la SEC en 1988 a raíz del plan de General Motors de emitir una segunda clase de acciones con medio voto por título, vedaba la admisión a cotización de las sociedades que hubieran anulado,

convertido a aquellos mercados en un destino atractivo para los fundadores que desean captar financiación sin ceder el control, y ha situado a los mercados europeos (los cuales tienden a mantener la proporcionalidad entre capital y voto) en una posición de desventaja competitiva. La Directiva 2024/2810 es la respuesta del legislador europeo a tal asimetría.

La Directiva 2024/2810 obliga a los Estados miembros a reconocer, cuando menos, el derecho de las sociedades que solicitan por primera vez la admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación a adoptar estructuras de acciones de voto múltiple, siempre que se respeten determinados requisitos y salvaguardias³. Se trata, por tanto, de una armonización de mínimos que deja en manos del legislador nacional decisiones de gran importancia sobre el alcance de la figura y sobre la intensidad de la tutela de los accionistas que no son titulares de tales acciones. El plazo establecido para la transposición vence el 5 de diciembre de 2026 y el ordenamiento español ha iniciado ya su adaptación⁴. La cuestión, pues, ha dejado de ser prospectiva para convertirse en Derecho en formación.

El interés dogmático del asunto reside en que las acciones de voto múltiple tensionan uno de los pilares tradicionales de la sociedad anónima española: la correspondencia entre aportación económica del socio y su poder político en la Junta General de Accionistas. Los artículos 96.2 y 188.2 de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC) consagran esa proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho a voto, hasta el punto de reputar no válida, en la sociedad anónima, la creación de acciones que alteren dicha proporción⁵. Frente a esa regla, la Directiva impone la admisión de un mecanismo que la quiebra de manera deliberada, al desvincular el peso decisorio del capital efectivamente desembolsado.

Ahora bien, sería un error presentar esta novedad como una ruptura sin precedentes. El propio ordenamiento jurídico español conoce ya excepciones consolidadas a la regla «una acción, un voto»: las acciones sin voto (artículo 98 LSC), los límites estatutarios al número máximo de votos (artículo 188.3 LSC), la admisibilidad del voto plural en la sociedad de responsabilidad limitada y las acciones con voto por lealtad que introdujo la Ley 5/2021, de 12 de abril, al incorporar los artículos 527 ter a 527 undecies LSC⁶. Desde esta perspectiva, la Directiva 2024/2810 no inaugura la erosión del principio de proporcionalidad, sino que representa un nuevo paso de un proceso ya iniciado.

restringido o reducido de forma desigual los derechos de voto por acción de sus accionistas ordinarios. El tribunal la anuló por exceder de las competencias de la Comisión, limitadas al proceso y a la información y no al contenido sustantivo del derecho de voto.

3 Vid. Artículo 3 de la Directiva (UE) 2024/2810.

4 El Consejo de Ministros aprobó el pasado 24 de marzo de 2026 el anteproyecto de ley de transposición.

5 Artículos 96.2 y 188.2 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.

6 Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

Este trabajo tiene por objetivo examinar de qué modo debe incorporarse al Derecho español el mandato de la Directiva y en qué medida esa incorporación es compatible con los principios del régimen societario. La tesis de la que se parte es que el principio «una acción, un voto» nunca ha operado como un dogma absoluto, sino como una regla con excepciones crecientes, por lo que el verdadero reto de la transposición no es de carácter conceptual, sino de diseño técnico: la cuestión decisiva no es si deben admitirse las acciones de voto múltiple (la Directiva no deja opción), sino con qué garantías debe hacerse para preservar la tutela de la minoría, la disciplina del mercado de control y la calidad del gobierno corporativo.

II. El principio de proporcionalidad entre capital y voto: ¿regla o mito?

1. Fundamentos y funciones

Conviene empezar deshaciendo una idea tan extendida como equivocada: la correspondencia entre capital y voto no es un principio inmemorial del Derecho de sociedades, sino una construcción relativamente reciente que, además, no llegó a ser dominante en el conjunto de los ordenamientos europeos⁷. Durante gran parte del siglo XIX las legislaciones continentales conocieron fórmulas de voto decreciente o escalonado, con el fin de evitar la concentración del poder social en pocas manos; la regla de un voto por acción se impuso más tarde, de la mano de la concepción capitalista de la sociedad anónima y de la progresiva estandarización de los mercados de valores. Su formulación como principio de política jurídica europea es posterior y puede fecharse con precisión en el informe del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades de 2002, que propugnó la proporcionalidad entre el riesgo económico y el control como criterio ordenador de las sociedades cotizadas⁸.

Los fundamentos que se invocan en su favor son principalmente tres: el primero, de carácter económico, sostiene que quien soporta el riesgo residual de la empresa es quien está mejor situado para adoptar las decisiones que determinan su valor, de tal forma que la alineación entre derechos económicos y derechos políticos minimiza los costes de agencia y desincentiva la extracción de beneficios privados del control. El segundo, de orden institucional, vincula la proporcionalidad con la contestabilidad del control societario: solo si el poder de decisión puede adquirirse en el mercado mediante la compra de capital opera

7 Así lo constata el estudio jurídico comparado encargado por la Comisión Europea, que califica la proporcionalidad como un principio reciente que no ha sido dominante y que propone entenderlo como un principio de política legislativa. *Vid.* el informe jurídico comparado elaborado por Shearman & Sterling LLP como parte del estudio sobre el principio de proporcionalidad en la Unión Europea, 2007, pág. 8.

8 *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruselas, 4 de noviembre de 2002 (informe *Winter*).

la disciplina que sobre los administradores ejerce la amenaza de una toma de control. El tercero es de simplificación: la homogeneidad de los derechos incorporados a la acción reduce los costes de información del inversor y facilita la formación del precio⁹.

Ninguno de los argumentos ahora mencionados es incontestable. Frente al primero de ellos se ha objetado que la desviación de la proporcionalidad puede resultar eficiente cuando el fundador dispone de una visión idiosincrásica del proyecto empresarial que el mercado no está en condiciones de valorar correctamente¹⁰, y que el sobreprecio que el inversor exige por adquirir acciones de voto inferior interioriza el coste de esa desviación. Frente al segundo, que la contestabilidad del control no es un valor absoluto, sino un instrumento cuya utilidad depende de que el mercado de control funcione efectivamente como mecanismo de disciplina y no como vehículo de presión cortoplacista¹¹. Y frente al tercero, que el problema informativo se resuelve mediante transparencia y no necesariamente mediante prohibición.

2. Las excepciones en la Ley de Sociedades de Capital

El propio Derecho español ofrece la mejor prueba del carácter no absoluto del principio. Es cierto que el artículo 96.2 LSC declara que no podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia, y que los artículos 188.1 y 2 LSC ordenan esa misma proporcionalidad en la sociedad anónima. Pero junto a esta regla, el legislador ha ido admitiendo un conjunto de excepciones que, examinadas en su conjunto, revelan una vigencia bastante más matizada de lo que la enunciación de los preceptos ahora señalados sugiere.

-
- 9 La formulación clásica del argumento se encuentra en Frank H. **EASTERBROOK** y Daniel R. **FISCHER**, «Voting in Corporate Law», en *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, núm. 2, 1983, págs. 395-427, y en su desarrollo posterior en *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge (Massachusetts), 1991. Sobre la conexión específica entre la regla «una acción, un voto» y el funcionamiento del mercado de control societario, Sanford J. **GROSSMAN** y Oliver D. **HART**, «One Share-One Vote and the Market for Corporate Control», en *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, págs. 175-202, y Milton **HARRIS** y Artur **RAVIV**, «Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules», en la misma publicación y volumen, págs. 203-235.
 - 10 Zohar **GOSHEN** y Assaf **HAMDANI**, «Corporate Control and Idiosyncratic Vision», en *The Yale Law Journal*, vol. 125, 2016, págs. 560-617, en especial págs. 579-584: el fundador valora el control porque le permite ejecutar una estrategia que cree capaz de generar rendimientos superiores a los del mercado, protegiéndose así frente a las objeciones de los inversores. De manera próxima, respecto a las acciones que no tienen derecho a voto, Dorothy S. **LUND**, «Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance», en *Stanford Law Review*, vol. 71, 2019, págs. 687-745.
 - 11 La posición favorable a limitar temporalmente estas estructuras, en Lucian A. **BEBCHUK** y Kobi **KASTIEL**, «The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock», en *Virginia Law Review*, vol. 103, 2017, págs. 585-630, quienes sostienen que los beneficios de la estructura decaen con el tiempo mientras sus costes de agencia se acrecientan, de donde se deduce la conveniencia de cláusulas de extinción temporal. Contrario y crítico respecto a esta postura, Jill E. **FISCH** y Steven **DAVIDOFF SOLOMON**, «The Problem of Sunsets», en *Boston University Law Review*, vol. 99, 2019, págs. 1057-1094.

La primera y más antigua son las acciones sin voto del artículo 98 LSC, que la sociedad anónima puede emitir por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado. La desviación en este caso es de signo inverso a la que ahora nos ocupa (capital sin control, en lugar de control sin capital), pero rompe con idéntica intensidad la correspondencia entre aportación y poder: la mitad del capital de una sociedad anónima española puede carecer por completo de voz en la junta, con lo que el voto de la otra mitad resulta, en términos relativos, un voto doble¹².

La segunda son las cláusulas estatutarias que limitan el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista, reguladas en el artículo 188.3 LSC. Su recorrido legislativo es en sí mismo revelador: admitidas tradicionalmente, fueron declaradas nulas de pleno derecho en las sociedades cotizadas por la Ley 12/2010, de 30 de junio (la conocida como «enmienda Florentino»), con entrada en vigor diferida al 1 de julio de 2011, y restauradas menos de un año después por la Ley 1/2012, de 22 de junio, en un contexto económico distinto y con la preocupación puesta en la protección de las sociedades estratégicas frente a tomas de control hostiles¹³. El vigente artículo 527 LSC representa el punto de equilibrio alcanzado: la limitación se admite, pero queda sin efecto cuando, tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al setenta por ciento del capital con derecho de voto, salvo que aquel no estuviera sujeto a medidas de neutralización equivalentes o no las hubiera adoptado¹⁴.

La tercera excepción es de orden tipológico y no menor: en la sociedad de responsabilidad limitada, el artículo 188.1 LSC establece la regla de un voto por participación salvo disposición contraria de los estatutos, de suerte que el voto plural es lícito sin restricción cuantitativa alguna. Dado que la sociedad limitada es, con gran diferencia, el tipo social más extendido en España, resulta que la inmensa mayoría de las sociedades de capital españolas opera bajo un régimen en el que la proporcionalidad es dispositiva¹⁵.

12 Vid. Anibal **SÁNCHEZ ANDRÉS**, «La acción y los derechos del accionista», en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, obra colectiva, dirigido por Rodrigo Uria, Aurelio Menéndez y Manuel Olivencia, tomo IV, vol.1, Civitas, Madrid, 1994.

13 La supresión se operó por la Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria, que modificó el artículo 105.2 de la Ley de Sociedades Anónimas; la medida entró en vigor el 1 de julio de 2011 y fue revertida por la Ley 1/2012, de 22 de junio. El estudio de referencia es el de Andrés Juan **RECALDE CASTELLS**, *Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Civitas, Madrid, 1996. Con posterioridad a las reformas de 2010 y 2012, sobre el alcance de la limitación y su interpretación restrictiva, Jesús **ALFARO ÁGUILA-REAL**, «Las limitaciones estatutarias al número de votos que puede emitir un accionista», en *Almacén de Derecho*, disponible en <https://almacenederecho.org/las-limitaciones-estatutarias-al-numero-votos-puede-emitar-accionista>

14 Artículo 527 LSC, en la redacción dada por la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.

15 La admisibilidad del voto plural en la sociedad de responsabilidad limitada resulta presupuesta por la resolución de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública de 28 de marzo

A ello debe añadirse la más reciente y la más próxima al objeto de este trabajo: las acciones con voto adicional doble por lealtad, incorporadas por la Ley 5/2021 en los artículos 527 ter a 527 undecies LSC, cuyo análisis se aborda *infra*. Y, en un plano ya no estrictamente estatutario, no cabe olvidar los numerosos mecanismos que en la práctica disocian propiedad y control sin alterar formalmente el contenido de la acción: las estructuras piramidales y las participaciones recíprocas, los pactos parasociales de sindicación de voto, la atribución del voto al usufructuario y la suspensión de los derechos políticos de la autocartera.

3. Naturaleza normativa del principio: el abandono europeo de la regla «una acción, un voto»

La cuestión clave es qué clase de norma es el principio de proporcionalidad. La tesis que aquí se defiende es que no estamos ante un principio estructural del Derecho de sociedades, sino ante una regla de configuración legal del tipo, imperativa en el ámbito de la sociedad anónima por decisión de política legislativa y susceptible, por tanto, de modulación por el propio legislador sin quiebra de la coherencia del sistema. Su función no es tanto ordenar la sociedad cuanto proteger la expectativa del inversor sobre el contenido de aquello que adquiere, finalidad que puede ser satisfecha de igual manera mediante transparencia y salvaguardias.

Esta lectura encuentra un apoyo difícilmente discutible en la propia trayectoria del Derecho de la Unión Europea. La Comisión Europea, que en su plan de acción de 2003 asumió la proporcionalidad como objetivo, encargó en el año 2006 un estudio sobre las desviaciones existentes entre propiedad y control en las sociedades cotizadas europeas. El informe resultante, elaborado en 2007 por Institutional Shareholder Services Europe, el European Corporate Governance Institute y el despacho Shearman & Sterling, concluyó que no existía base teórica ni empírica que permitiera fomentar o desalentar con carácter general los mecanismos de refuerzo del control, y que la regulación debía atender a las circunstancias concretas en que cada mecanismo se emplea. A la vista de esas conclusiones, la Comisión abandonó la iniciativa legislativa sobre la regla «una acción, un voto»¹⁶. La Directiva

de 2022 (BOE núm. 93, de 19 de abril de 2022), que admite la inscripción de una cláusula estatutaria de representación proporcional razonando que en las relaciones entre los socios rige ampliamente la autonomía de la voluntad mientras no se contravengan normas imperativas ni los principios configuradores del tipo social, y que se refiere al voto plural y a las demás disposiciones basadas en la desigualdad de derechos de voto entre los socios como remedios estatutarios disponibles, si bien para descartar que los socios deban verse obligados a acudir a ellos. Confirma esa admisibilidad el artículo 184.2.1.º del Reglamento del Registro Mercantil, que exige indicar el número de votos cuando las participaciones concedan más de uno. En sentido concordante, sobre la primacía de la libertad de pactos, STS núm. 138/2009, de 6 de marzo (ECLI:ES:TS:2009:941).

16 *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, estudio externo elaborado para la Comisión Europea por Institutional Shareholder Service Europe, el European Corporate Governance Institute y Shearman & Sterling LLP, mayo de 2007. El estudio no halló fundamento teórico ni empírico para fomentar o desalentar con carácter general los mecanismos de refuerzo del control, si bien constató que los inversores perciben desfavorablemente estos mecanismos

2024/2810 no hace, pues, sino confirmar dieciocho años después una decisión ya tomada: la Unión renunció hace tiempo a erigir la proporcionalidad en principio imperativo.

A idéntica conclusión conduce la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. En el asunto *Audiolux*, resuelto en 2009, el Tribunal negó que la igualdad de trato entre accionistas y la protección de la minoría constituyan principios generales del Derecho de la Unión, al entender que un principio semejante presupone opciones legislativas fundadas en la ponderación de los intereses en juego y en la fijación previa de reglas precisas, y no puede deducirse sin más del principio general de igualdad¹⁷. Por consiguiente, si la igualdad entre accionistas no alcanza rango de principio general, difícilmente podrá atribuirse tal condición a su concreta manifestación en el terreno del derecho a voto.

Sentado lo anterior, el problema que plantea la transposición de la Directiva se des-plaza de plano. No se trata de determinar si el ordenamiento jurídico español puede admitir acciones de voto múltiple sin traicionar a sus principios, sino de precisar en qué términos y con qué contrapesos.

III. Las acciones de voto múltiple en la Directiva (UE) 2024/2810

1. Base jurídica, finalidad y ámbito de aplicación

La Directiva se dicta al amparo del artículo 50, apartados 1 y 2, letra g), y del artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, esto es, sobre el doble fundamento de la libertad de establecimiento (con la específica competencia de coordinación de las garantías exigidas a las sociedades para proteger los intereses de socios y terceros) y de la aproximación de legislaciones para el mercado interior¹⁸. Esta doble base no es un

y valoran positivamente una mayor transparencia al respecto. El giro se consolidó en el plan de acción de 2012, que ya no planteó la proporcionalidad como objeto regulatorio: Comunicación de la Comisión, *Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo – un marco jurídico moderno para una mayor implicación de los accionistas y la viabilidad de las empresas*, COM(2012) 740 final, de 12 de diciembre de 2012.

17 STJUE de 15 de octubre de 2009, asunto *Audiolux y otros* (C-101/08), ECLI:EU:C:2009:626, apartados de 62 a 64. Sobre el alcance de esta doctrina y sus consecuencias para la construcción de un principio europeo de igualdad de trato entre accionistas, Federico M. MUCCIARELLI, «Equal Treatment of Shareholders and European Union Law», en *European Company and Financial Law Review*, vol. 7, 2010, págs. 158-167 y, en la doctrina española, Antonio TAPIA HERMIDA, «La igualdad de los accionistas en las sociedades cotizadas (Comentario a la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Cuarta, de 15 de octubre de 2009, asunto C-101/08)», en *Derecho de sociedades*, vol. 35, 2010, págs. 353-378.

18 Directiva (UE) 2024/2810, preámbulo. Sobre la relevancia del artículo 50, apartado 2, letra g), del TFUE como fundamento del enfoque coordinado en materia de protección de los accionis-

dato formal: anticipa la tensión que recorre todo el texto entre el objetivo de financiación empresarial y la tutela de quienes no son titulares de acciones privilegiadas.

El diagnóstico del que parte el legislador europeo se enuncia en el considerando 2: el temor a perder el control de la sociedad constituye un importante factor disuasorio para los accionistas de control a la hora de acceder a un mercado público¹⁹. A ello debe añadirse el argumento de mercado interior descrito en el considerando 7: las divergencias entre los distintos regímenes nacionales generan obstáculos a la libre circulación de capitales y condiciones desiguales de competencia, forzando a las sociedades a trasladarse a otro Estado miembro o incluso fuera de la Unión si desean adoptar una estructura de estas características²⁰.

El ámbito de aplicación viene definido en el artículo 1 con notable estrechez. La Directiva se aplica a las sociedades que soliciten la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación y que no tengan acciones ya admitidas a cotización en un sistema multilateral o en un mercado regulado²¹. Quedan fuera, por tanto, las sociedades ya cotizadas y las que se dirijan a un mercado regulado. La única excepción se encuentra en el artículo 5, apartado 4, sobre identificación de las acciones, que se aplica también a las sociedades con estructura de voto múltiple cuyas acciones ya coticen en un sistema multilateral. Subjetivamente, el ámbito de aplicación se delimita por remisión al anexo II de la Directiva (UE) 2017/1132, de modo que alcanza a todas las formas societarias allí enumeradas que conforme al Derecho nacional puedan emitir acciones y solicitar la admisión a cotización²².

2. Concepto de acción de voto múltiple y delimitación negativa

El artículo 2, punto 2, define la acción con derechos de voto múltiple como aquella perteneciente a una clase de acciones distinta e independiente en la que las acciones tengan más derechos de voto por acción que en otra clase de acciones con derechos de voto sobre asuntos que hayan de decidirse en junta general de accionistas. La estructura, a su vez, es toda estructura de acciones de una sociedad que contenga al menos una clase de esta naturaleza²³.

Más relevante que la definición positiva es la delimitación negativa, que el legislador europeo formula con una inusual claridad en los considerandos y que resulta decisiva

tas titulares de acciones con menores derechos de voto. *Vid.* el considerando 13 de la propia Directiva.

19 Considerando 2 de la Directiva (UE) 2024/2810.

20 Considerando 7 de la Directiva (UE) 2024/2810.

21 Artículo 1, apartado 1, de la Directiva (UE) 2024/2810.

22 Artículo 2, punto 1, en relación con el anexo II de la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades (DO L 169 de 30.6.2017, pág. 46). *Vid.* asimismo el considerando 9 de la Directiva (UE) 2024/2810.

23 Artículo 2, puntos 2 y 3, de la Directiva (UE) 2024/2810.

para el encaje español. En primer lugar, no constituye una estructura de voto múltiple aquella en la que las diferencias de voto vengan determinadas únicamente por los distintos valores nominales de las acciones²⁴. La precisión es de gran importancia para nuestro ordenamiento jurídico, cuyo artículo 188.2 LSC vincula el voto al valor nominal: la desviación que la Directiva impone no es la de acciones de distinto nominal, sino la de clases con distinta ratio de votos a igualdad nominal.

En segundo término, quedan expresamente fuera del ámbito de la Directiva los demás mecanismos de refuerzo del control que apalancan los derechos de voto, de manera específica, las acciones sin derecho a voto y las acciones con derecho de veto sobre determinadas decisiones²⁵. Tercero, quedan también excluidas las acciones de lealtad, por entender el legislador que constituyen un mecanismo dirigido a fomentar la titularidad orientada al largo plazo y no a aumentar el atractivo de la captación de fondos en los mercados públicos²⁶.

De esta triple exclusión se extrae una conclusión: la Directiva no armoniza los mecanismos de refuerzo del control en general, ni siquiera todos los que operan sobre el voto, sino exclusivamente una modalidad concreta y para una finalidad concreta.

3. El derecho a adoptar o modificar la estructura y las mayorías exigidas

El núcleo dispositivo de la Directiva se encuentra en su artículo 3, que obliga a los Estados miembros a garantizar que las sociedades cuyas acciones no estén aún admitidas a cotización tengan derecho a adoptar una estructura de voto múltiple para su admisión en un sistema multilateral de negociación. La decisión corresponde a la junta general y ha de adoptarse, al menos, por una mayoría cualificada según se especifique en el Derecho nacional; y cuando existan varias clases de acciones, debe someterse además a votación independiente en cada clase cuyos derechos se vean afectados²⁷. El mismo régimen se aplica, *mutatis mutandis*, a la modificación de una estructura preexistente con idéntica finalidad.

Tres reglas complementarias merecen atención. La primera es una prohibición dirigida al legislador nacional: los Estados no podrán supeditar la adopción de la estructura a la concesión de mayores derechos económicos para las acciones sin votos adicionales²⁸. Se cierra así la vía de exigir un privilegio patrimonial compensatorio como contrapartida del privilegio político. La segunda es una facultad: los Estados pueden condicionar el ejercicio de los votos adicionales a que las acciones sean efectivamente admitidas a cotización, de modo que hasta ese momento todas las clases voten por igual²⁹. La tercera se dirige a los operadores del mercado: las sociedades rectoras y las empresas de servicios de inversión

24 Considerando 4, *in fine*, de la Directiva (UE) 2024/2810.

25 Considerando 5 de la Directiva (UE) 2024/2810.

26 Considerando 6 de la Directiva (UE) 2024/2810.

27 Artículo 3, apartado 1, de la Directiva (UE) 2024/2810. *Vid.* también el considerando 11.

28 Artículo 3, apartado 1, y considerando 8 de la Directiva (UE) 2024/2810.

29 Artículo 3, apartado 3, y considerando 12 de la Directiva (UE) 2024/2810.

que gestionen un sistema multilateral no podrán denegar la admisión por el hecho de que la sociedad haya adoptado una estructura de voto múltiple³⁰.

4. Las salvaguardias del artículo 4

La técnica del artículo 4 distingue entre salvaguardias obligatorias y facultativas, y su lectura atenta desmiente la impresión de que la Directiva imponga un catálogo tuitivo robusto.

Las salvaguardias obligatorias son dos. La primera reproduce en sede de modificación la exigencia de mayoría cualificada y votación separada por clases afectadas. La segunda obliga a los Estados a limitar los efectos de estas acciones en la formación de la voluntad social mediante la introducción de, al menos, una de dos medidas alternativas: o bien una ratio máxima entre el número de votos vinculados a las acciones privilegiadas y el correspondiente a las acciones con menores derechos de voto, o bien la exigencia de que los acuerdos que requieran mayoría cualificada se adopten mediante un doble cómputo (de votos emitidos y de capital o número de acciones representadas) o bien mediante votación separada por clases afectadas³¹. Quedan excluidas de esta segunda modalidad las decisiones de los órganos de administración, dirección y supervisión, así como las decisiones operativas que estos someten a junta: es una exclusión coherente con la finalidad de la figura, pues sin ella el privilegio de voto quedaría vacío de contenido en el terreno donde el control se ejerce.

Es importante tener en consideración el carácter alternativo de ambas medidas, porque de él depende buena parte del margen nacional en la transposición. Un Estado que se limite a fijar una ratio máxima habrá cumplido con la Directiva sin introducir cómputo reforzado alguno; y a la inversa.

Las salvaguardias facultativas se enuncian en el apartado 2 con carácter meramente ejemplificativo. Los Estados miembros podrán prever disposiciones que impidan la subsistencia de los votos adicionales tras la transmisión de las acciones a terceros o tras el fallecimiento, la incapacidad o la jubilación del titular original, tras un período de tiempo determinado o tras un acontecimiento específico³². El considerando 15 añade un criterio de ponderación que el legislador no debería pasar por alto: al evaluar la idoneidad de tales salvaguardias, los Estados han de asegurarse de que no resulten contrarias a la propia finalidad de la figura, y en particular que no priven a los titulares de acciones privilegiadas de la posibilidad de influir en el nombramiento y la destitución de los administradores³³. Existe, pues, un techo implícito a la protección de la minoría: la salvaguardia no puede llegar hasta el punto de neutralizar el privilegio.

30 Artículo 3, apartado 4, de la Directiva (UE) 2024/2810.

31 Artículo 4, apartado 1, letras a) y b), de la Directiva (UE) 2024/2810. *Vid.* igualmente el considerando 14, que precisa que una decisión afecta a una clase de acciones cuando repercuta negativamente en los derechos de los accionistas de esa clase.

32 Artículo 4, apartado 2, de la Directiva (UE) 2024/2810.

33 Considerando 15 de la Directiva (UE) 2024/2810.

5. Transparencia e identificación de las acciones

El artículo 5 articula el segundo pilar del régimen, de naturaleza informativa. Las sociedades que hayan ejercido el derecho del artículo 3 deberán incluir información detallada sobre su estructura accionarial en el folleto, en el folleto de emisión de la Unión de crecimiento o en el documento de admisión, y ulteriormente en el informe financiero anual cuando la información no se hubiera publicado antes o hubiera variado³⁴. El contenido exigible comprende, para cada clase de acciones, los derechos y obligaciones vinculados a ellas, el porcentaje que representan sobre el capital o el número total de acciones y el número total de votos que confieren; las restricciones a la transmisión y al derecho de voto, incluidos los pactos entre accionistas que la sociedad conozca; y la identidad de los titulares de acciones privilegiadas que representen más del cinco por ciento de los derechos de voto de la sociedad, así como de quienes estén facultados para ejercer el voto en su nombre³⁵.

A ello se suma un mecanismo de señalización *ex ante*: los Estados exigirán a los gestores de sistemas multilaterales que las acciones de sociedades con estas estructuras queden claramente identificadas como tales, conforme a las normas técnicas de regulación que la Autoridad Europea de Valores y Mercados debía remitir a la Comisión antes del 5 de diciembre de 2025³⁶.

6. Armonización mínima, revisión y márgenes del legislador nacional

La Directiva no impone un modelo cerrado, sino un suelo. El considerando 10 lo confirma de manera expresa al reconocer que los Estados miembros pueden introducir o mantener disposiciones que permitan adoptar o modificar estas estructuras para fines distintos del acceso a un sistema multilateral, y simétricamente que pueden prohibirlas o restringirlas para otros fines³⁷. En consecuencia, el legislador nacional dispone de tres decisiones de política jurídica: (i) si extiende o no el ámbito subjetivo y objetivo más allá del mínimo; (ii) cuál de las dos salvaguardias obligatorias adopta, o si adopta ambas; y (iii) qué salvaguardias incorpora.

El anteproyecto de ley aprobado por el Consejo de Ministros el 24 de marzo de 2026 ha resuelto ya las tres en sentido expansivo y protector³⁸. Denomina a la figura «acciones de

34 Artículo 5, apartados 1 y 2, de la Directiva (UE) 2024/2810, en relación con el artículo 6 y al artículo 15 bis del Reglamento (UE) 2017/1129 y con el artículo 33, apartado 3, letra c), de la Directiva 2014/65/UE.

35 Artículo 5, apartado 3, de la Directiva (UE) 2024/2810. *Vid.* asimismo los considerandos 16 y 17.

36 Artículo 5, apartados 4 y 5, de la Directiva (UE) 2024/2810, y considerando 18.

37 Considerando 10 de la Directiva (UE) 2024/2810.

38 Anteproyecto de Ley por la que se modifican la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, el RD-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, el RD Legislativo 1/2010, de 2 de

voto plural» y la extiende a las sociedades anónimas no cotizadas que pretendan cotizar tanto en un sistema multilateral como en un mercado regulado, ejerciendo así la opción que la propia Directiva reconoce. Exige, para la modificación estatutaria, un doble umbral reforzado de asistencia y voto muy superior al que resultaría de la remisión genérica a la mayoría cualificada del Derecho nacional. Y acumula un catálogo de salvaguardias que va bastante más allá del mínimo del artículo 4: suspensión del voto plural hasta la admisión a cotización, extinción de pleno derecho si esta no se produce en dos años, prohibición de privilegios económicos, cláusula de extinción temporal con límite decenal prorrogable y votación separada por clases para los acuerdos del artículo 194.1 LSC. A ello se suma la calificación como supuesto de oferta pública de adquisición obligatoria de la toma de control derivada de la suscripción, modificación o extinción del voto plural, mediante la reforma de los artículos 108 y 111 de la Ley 6/2023.

Cierra el texto europeo una previsión de seguimiento de valor prospectivo: los Estados deberán informar a la Comisión, a más tardar el 5 de diciembre de 2027, sobre el número de sociedades con estas estructuras admitidas a cotización, el sector en que operan, su capitalización y las salvaguardias aplicadas; y la Comisión presentará al Parlamento Europeo y al Consejo, a más tardar el 5 de diciembre de 2028, un informe sobre la aplicación y la eficacia de la Directiva que valorará la conveniencia de ampliar su ámbito³⁹.

IV. El precedente interno: las acciones con voto adicional doble por lealtad

1. Una opción nacional no impuesta por el Derecho de la Unión

Las acciones de lealtad se incorporan a nuestro ordenamiento jurídico por la Ley 5/2021, de 12 de abril, cuyo objeto declarado fue la transposición de la Directiva (UE) 2017/828, relativa al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas⁴⁰. Conviene retener, sin embargo, que la figura no venía impuesta por aquella directiva: fue una decisión autónoma del legislador español, adoptada en el

julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, y la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

39 Artículo 6 de la Directiva (UE) 2024/2810.

40 Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Transpone la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

marco de la transposición, pero sin mandato europeo que la respaldara, y a imagen de precedentes comparados (el francés y el italiano) en los que el voto de lealtad se había ensayado como contraposición al cortoplacismo del mercado.

Este dato de origen no es anecdótico; explica que la figura española esté construida sobre una lógica premial (recompensar la permanencia) y no sobre una lógica de financiación, que es la que anima la Directiva 2024/2810. Y explica también que el legislador europeo la haya dejado deliberadamente fuera de su ámbito.

2. Régimen jurídico

El artículo 527 ter LSC formula la excepción con una franqueza que debe subrayarse, porque confirma la tesis defendida *supra*: «como excepción a lo previsto en los artículos 96.2 y 188.2, los estatutos de la sociedad anónima cotizada podrán modificar la proporción entre el valor nominal y el derecho de voto para conferir un voto doble a cada acción de la que un mismo accionista haya sido titular durante dos años consecutivos ininterrumpidos desde la fecha de inscripción en el libro registro especial contemplado en el artículo 527 septies»⁴¹. Es el propio legislador quien califica la regla de proporcionalidad como susceptible de excepción expresa, y no como principio inderogable. Los estatutos pueden ampliar, pero no reducir, ese período mínimo, y las acciones asignadas gratuitamente en ampliaciones de capital heredan la antigüedad de aquellas que dieron derecho a la asignación⁴².

La aprobación de la cláusula exige las mayorías reforzadas de constitución y votación del artículo 527 quater⁴³. El artículo 527 quinquies resuelve el problema del cómputo: salvo disposición estatutaria en contrario, los votos dobles se tienen en cuenta para determinar el quórum y las mayorías, de modo que el quórum de los artículos 193 y 194 LSC se calcula sobre el número total de votos correspondientes al capital suscrito con derecho a voto, incluidos los dobles; y la lista de asistentes debe consignar, junto al número de acciones, el número de votos que le corresponden⁴⁴.

El régimen incorpora dos mecanismos temporales de contención que interesan especialmente al objeto de este trabajo. Conforme al artículo 527 sexies, la previsión estatutaria debe renovarse, en las condiciones del artículo 527 quater, transcurridos cinco años desde su aprobación; su eliminación puede acordarse en cualquier momento con los quórums y mayorías del artículo 201.2 LSC; y si han transcurrido más de diez años desde la aprobación, los votos dobles no se computan para el acuerdo de eliminación⁴⁵. El legis-

41 Artículo 527 ter, apartado 1, LSC.

42 Artículo 527 ter, apartados 2 y 3, LSC.

43 Artículo 527 quater LSC, que exige el voto favorable de al menos el sesenta por ciento del capital presente o representado si asisten accionistas que representen el cincuenta por ciento o más del capital suscrito con derecho a voto, y del setenta y cinco por ciento si concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital, sin alcanzar el cincuenta; los estatutos pueden elevar tales mayorías y quórums.

44 Artículo 527 quinquies, apartado 1, LSC.

45 Artículo 527 sexies, LSC.

lador neutraliza así el privilegio precisamente en la decisión sobre su supresión, evitando que el beneficiario pueda atrincherarse indefinidamente mediante los votos que el propio privilegio le confiere.

La articulación técnica descansa en un libro registro especial de acciones con voto doble por lealtad, que la sociedad emisora debe crear con los datos del artículo 497.1 y en el que el accionista debe solicitar su inscripción, indicando el número de acciones respecto de las que pretende el reconocimiento y manteniendo su titularidad ininterrumpida durante el periodo mínimo; la inscripción no afecta a la titularidad ni a la legitimación derivadas de los registros contables⁴⁶. El voto doble se extingue por cesión o transmisión, directa o indirecta y aun a título gratuito, desde la fecha en que esta se produzca, con excepciones tasadas (sucesión *mortis causa*, atribuciones entre cónyuges o entre ascendientes y descendientes, modificaciones estructurales) y con un régimen especial cuando se trate de accionistas de control⁴⁷.

Existe, en fin, una previsión que anticipa estructuralmente lo que hará el régimen de voto plural: el artículo 527 octies permite a las sociedades que soliciten la admisión a negociación en un mercado regulado incluir la cláusula en sus estatutos con efectos desde la fecha de admisión, adoptando el acuerdo con las mayorías del artículo 527 quater y creando el libro de registro especial; los accionistas que acrediten dos años de titularidad pueden inscribirse antes de la admisión⁴⁸. La técnica (adopción previa, eficacia diferida al momento de la cotización) es exactamente la que la Directiva 2024/2810 autoriza en su artículo 3, apartado 3, y la que el anteproyecto español ha hecho suya.

3. Diferencias estructurales con las acciones de voto plural

Pese a la coincidencia funcional, las diferencias existentes entre ambas son de fondo y es conveniente sistematizarlas.

La primera atañe al criterio de atribución. En las acciones de lealtad, el privilegio se vincula a una conducta del accionista, la permanencia, y es por ello personal, potencialmente universal (cualquier socio puede acceder si cumple el requisito temporal) e intransmisible. En cambio, en las acciones de voto plural, el privilegio se incorpora a una clase de acciones y viaja con el título, con independencia de quién sea el titular y de cuánto tiempo lo haya sido.

La segunda corresponde a la finalidad. El voto de lealtad persigue alinear la estructura de poder con el horizonte temporal de la inversión, penalizando implícitamente al accionista transitorio. El voto plural, en cambio, persigue permitir la captación de capital sin dilución del control, y es, por tanto, un instrumento de financiación, no de gobernanza.

La tercera hace referencia al ámbito. El voto de lealtad se ha reservado hasta este momento a las sociedades anónimas cotizadas y, por la vía del artículo 527 octies LSC, a

46 Artículo 527 septies, apartados 1 y 2, LSC, en relación con el artículo 497.1 LSC.

47 Artículo 527 decies LSC.

48 Artículo 527 octies, apartados 1 y 2, LSC.

las que aspiran a cotizar en el mercado regulado. Por otro lado, las acciones de voto plural, en el diseño del anteproyecto, se dirigen a las sociedades no cotizadas que pretendan acceder a un sistema multilateral o a un mercado regulado.

La cuarta y última atañe a la intensidad del privilegio. El voto de lealtad está legalmente acotado al duplo; las acciones de voto plural admiten, dentro del límite que fije el Derecho nacional, ratios superiores. La diferencia cuantitativa se convierte en cualitativa: un voto doble raramente permite conservar el control con participaciones minoritarias muy diluidas, mientras que las ratios superiores sí lo permiten.

4. La exclusión deliberada de las acciones de lealtad en el ámbito de la Directiva

Lo expuesto *supra* explica que el considerando 6 de la Directiva 2024/2810 excluya expresamente estas acciones de su ámbito de aplicación, razonando que confieren votos adicionales a quienes mantienen la titularidad durante un periodo determinado y constituyen, por ello, un mecanismo dirigido a fomentar una titularidad orientada al largo plazo, en lugar de a aumentar el atractivo de la captación de fondos en los mercados públicos⁴⁹.

La consecuencia dogmática merece subrayarse: las acciones de lealtad no son el antecedente que la Directiva viene a prolongar, sino una figura que el legislador europeo ha querido dejar intacta y separada. El resultado es que el ordenamiento español pasará a albergar dos regímenes paralelos de desviación de la proporcionalidad, con fundamentos distintos, ámbitos distintos y salvaguardias distintas, sin que el legislador haya abordado su articulación sistemática. Esta duplicidad es, en sí misma, un problema de técnica legislativa: cabe preguntarse si tiene sentido mantener dos secciones separadas de la LSC, con dos lógicas de cómputo de quórum y dos regímenes de extinción, o si la transposición no es la ocasión para una ordenación unitaria del voto privilegiado en la sociedad anónima.

5. Un punto de convergencia: el régimen de ofertas públicas de adquisición

Existe, con todo, un ámbito en el que el anteproyecto ha optado por tratar ambas figuras conjuntamente: el de las ofertas públicas de adquisición (OPA). Según su exposición de motivos, se modifican los artículos 108 y 111 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, para establecer expresamente que la toma de control mediante suscripción de acciones de voto plural, o mediante la modificación o extinción del voto plural, constituye supuesto de oferta pública de adquisición obligatoria, previsión que se extiende igualmente al supuesto en que la toma de control derive de la atribución al accionista del doble voto por lealtad; y se contempla una dispensa cuando el accionista que haya alcanzado una

49 Considerando 6 de la Directiva (UE) 2024/2810. *Vid.* asimismo el considerando 5, que excluye del ámbito de la Directiva los restantes mecanismos de refuerzo del control que apalancan los derechos de voto.

participación de control reduzca sus derechos de voto por debajo del umbral en un plazo máximo de tres meses⁵⁰.

La solución es correcta en su planteamiento y revela una comprensión adecuada del problema: si el control puede alcanzarse por vía de voto y no de capital, el régimen de OPA obligatoria debe anclarse en los derechos de voto efectivos y no en el porcentaje de capital.

V. Problemas de encaje sistemático en el Derecho español

1. La técnica de la excepción y la erosión del tipo

La incorporación de las acciones de voto plural plantea un problema de técnica normativa que condiciona todos los demás. El legislador dispone de dos vías: reformular la regla de proporcionalidad de los artículos 96.2 y 188.2 LSC para acomodar en ella la nueva figura, o mantener intacta la regla y añadir una excepción más. El anteproyecto ha elegido la segunda, y lo ha hecho con la misma fórmula que ya empleó en el año 2021: el proyectado artículo 527 duodécimo.1 empieza declarando que, «como excepción a lo previsto en los artículos 96.2 y 188.2», los estatutos de las sociedades anónimas cuyas acciones aún no estén admitidas a negociación podrán autorizar la emisión de acciones de voto plural o la conversión de acciones ordinarias en ellas⁵¹.

La opción es comprensible por economía legislativa, pero acumula un coste sistemático que conviene explicitar. Tras la reforma, el artículo 96.2 LSC, conforme al cual no podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia, enunciará una prohibición desmentida por tres regímenes especiales: las acciones sin voto, el voto adicional doble por lealtad y las acciones de voto plural, a lo que se suman las limitaciones estatutarias del artículo 188.3 y la regla dispositiva del artículo 188.2 para la sociedad de responsabilidad limitada.

Un precepto que soporta este número de excepciones ha dejado de operar como regla y se ha convertido en una norma residual: rige cuando no concurre ninguno de los regímenes especiales, que son precisamente los que interesan a las sociedades con vocación de acceder al mercado. La cuestión que ello suscita, y que se retoma *infra*, es si no

50 Apartado II de la exposición de motivos del anteproyecto de ley citado en la nota 39, en relación con la modificación de los artículos 108 y 111 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

51 Artículo 527 duodécimo, apartado 1, del texto proyectado por el artículo tercero del anteproyecto citado en la nota 39, que añade al título XIV, capítulo VI, sección 3.ª LSC una nueva subsección 5.ª, integrada por los artículos 527 duodécimo a 527 vices.

habría sido preferible reconocer tal realidad y reordenar unitariamente el régimen del voto privilegiado en la sociedad anónima, en lugar de juxtaponer una quinta subsección a la sección 3.^a del capítulo VI del título XIV.

2. Privilegio de clase frente a privilegio personal

La diferencia estructural apuntada en el epígrafe anterior no es terminológica, y el Derecho positivo la formula con una claridad que conviene aprovechar. El artículo 94.1 LSC establece que las acciones que tengan el mismo contenido de derechos constituyen una misma clase; y el artículo 527 ter.4 LSC declara de manera terminante que las acciones con voto doble por lealtad no constituirán una clase separada de acciones en el sentido de aquel precepto⁵². El voto de lealtad no altera, pues, el contenido del título: se anuda a una circunstancia personal del socio (la permanencia acreditada desde la inscripción en el libro registro especial) y se pierde con la transmisión. La doctrina había anticipado con precisión esa distinción, subrayando que para hablar de clase es preciso que los derechos estén vinculados al título, de modo que su transmisión no los altera, mientras que cuando se vinculan a la persona el privilegio deriva de circunstancias inherentes a su esfera personal⁵³.

El anteproyecto sitúa las acciones de voto plural en el polo opuesto, y lo hace de manera expresa: conforme al proyectado artículo 527 terdecies, las acciones de voto plural del mismo valor nominal que tengan atribuido un mismo número de votos constituirán una clase, y si existieran acciones del mismo valor nominal con distinto número de votos se dividirán en clases separadas por razón de número de votos atribuidos a cada una⁵⁴. La técnica asume el concepto europeo de clase distinta e independiente y resuelve un problema práctico: la posible coexistencia de varias emisiones con ratios diferentes.

De la clasificación como clase surgen las siguientes consecuencias de gran importancia. La primera afecta al régimen de tutela: resultan aplicables la votación separada y la exigencia de acuerdo de la clase afectada para las modificaciones que lesionen sus derechos, mecanismos que en el régimen de lealtad carecían de sentido y cuya ausencia no era, por tanto, una laguna. La segunda afecta a la publicidad: el privilegio de clase debe constar en estatutos y acceder al Registro Mercantil con eficacia frente a terceros, mientras que el privilegio personal descansaba en un libro registro de llevanza societaria cuya coordinación con el registro de anotaciones en cuenta ha sido objeto de crítica doctrinal fundada⁵⁵. La tercera afecta a la circulación: el voto plural viaja con el título, de modo que la protección del adquirente exige una señalización eficaz en el mercado, señalización

52 Artículos 94.1 y 527 ter, apartado 4, LSC.

53 Isabel **FERNÁNDEZ TORRES**, «El voto adicional doble por lealtad: una reforma controvertida», en *El Notario del Siglo XXI*, núm. 97, mayo-junio de 2021.

54 Artículo 527 terdecies del texto proyectado según el anteproyecto de ley citado en la nota 39.

55 **FERNÁNDEZ TORRES**, l. *ob. cit.*, quien advierte que el texto legal no garantiza suficientemente la coordinación entre el libro registro especial de acciones con voto doble y el registro de anotaciones en cuenta. *Vid.* artículo 527 septies LSC.

que es precisamente la que persigue el artículo 5, apartado 4, de la Directiva. Se anticipa aquí, no obstante, una objeción que se desarrollará *infra*: el propio anteproyecto compromete esa coherencia al extender al voto plural, por remisión, la extinción por transmisión propia del voto de lealtad.

3. Igualdad de trato y tutela de la minoría

El artículo 97 LSC impone dispensar un trato igual a los socios que se encuentran en condiciones idénticas, y el artículo 514 LSC exige a las sociedades cotizadas garantizar en todo momento la igualdad de trato de los accionistas que se encuentren en la misma posición en lo relativo a la información, la participación y el ejercicio del voto en la junta⁵⁶. La objeción de que las acciones de voto plural vulneran ese principio se resuelve en el plano formal sin dificultad: la igualdad opera dentro de cada clase y ante situaciones equiparables, de manera que la creación de clases con distinto contenido no la infringe, sino que redefine el término de comparación, como confirma el propio artículo 94.1 LSC al admitir que las acciones puedan otorgar derechos diferentes. A ello se añade que, conforme a la doctrina *Audiolux*, la igualdad de trato entre accionistas no constituye principio general del Derecho de la Unión, por lo que tampoco cabe invocar una tutela europea reforzada⁵⁷.

El problema real se sitúa aguas abajo: no en la creación del privilegio, sino en su proyección sobre los derechos de la minoría. El régimen de lealtad es aquí especialmente ilustrativo; el artículo 527 quinquies.1 resuelve el cómputo a efectos de quórum y mayorías, y su apartado 2 enumera los ámbitos en que los votos por lealtad se tienen en cuenta «en todo caso»: la obligación de comunicación de participaciones significativas, la normativa sobre las ofertas públicas de adquisición y el capítulo III del título I de la Ley 10/2014, de 26 de junio. La enumeración no incluye los derechos que la ley reconoce a porcentajes de capital (solicitud de convocatoria, complemento del orden del día, legitimación para impugnar, ejercicio de la acción social), silencio que la doctrina detectó de inmediato y respecto del cual se inclinó por entender que el privilegio no debe extenderse⁵⁸.

El anteproyecto reproduce literalmente esa enumeración en el proyectado artículo 527 vices, sin añadir aclaración alguna⁵⁹. La laguna se traslada, pues, intacta, y con mayor gravedad: si un socio con voto plural pudiera satisfacer con votos, y no con capital, los umbrales legales de minoría, el privilegio se proyectaría sobre un terreno ajeno a su función con el resultado paradójico de que el titular del privilegio dispondría también de las armas diseñadas frente a él. La interpretación *expressio unius* conduce a computar tales umbrales sobre capital, y así se sostiene aquí; pero la seguridad jurídica aconseja que el legislador lo declare.

56 Artículos 97 y 514 LSC.

57 STJUE de 15 de octubre de 2009, asunto *Audiolux y otros* (C-101/08), ECLI:EU:C:2009:626.

58 Artículo 527 quinquies, apartados 1 y 2, LSC. Sobre la laguna relativa a los derechos de minoría, FERNÁNDEZ TORRES, I. *ob. cit.*

59 Artículo 527 vices del texto proyectado según el anteproyecto de ley citado en la nota 39.

4. Voto plural y mercado de control

Es este el terreno donde la figura analizada despliega su mayor potencial disruptivo, porque el voto plural no solo altera la formación de la voluntad social: altera la noción misma de control sobre la que se construye el Derecho de ofertas públicas de adquisición.

La solución proyectada es más completa de lo que su presentación sugiere. El artículo 108, letra d), de la Ley 6/2023 incorporará como supuesto de adquisición de control el incremento de los derechos de voto derivado de la suscripción de acciones de voto plural, de la modificación o extinción del voto plural o de la atribución del doble voto por lealtad⁶⁰. Y el artículo 111.3 dispondrá que, si como consecuencia exclusivamente de la variación en el número total de derechos de voto derivada de la existencia de acciones con voto de lealtad o de voto plural un accionista alcanzara un número de derechos de voto igual o superior al treinta por ciento, no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de dicho porcentaje sin formular oferta pública dirigida a la totalidad del capital, quedando la dispensa por enajenación o renuncia dentro de los tres meses expresamente condicionada a que, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos excedentes, sin perjuicio de la dispensa que pueda otorgar la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁶¹. La técnica replica la que la Ley 5/2021 introdujo para el voto de lealtad⁶² y merece juicio favorable: el control se mide en votos y no en capital, que es lo único coherente cuando el propio ordenamiento admite disociar ambos.

En cambio, subsiste una cuestión sin resolver, relativa a la articulación con las medidas de neutralización. El Derecho europeo de ofertas contempla la neutralización de las restricciones y privilegios de voto durante el período de aceptación y en la primera junta posterior a una oferta exitosa, con carácter potestativo para las sociedades⁶³; y el ordenamiento español conoce ya una neutralización legal específica, la del artículo 527 LSC, que priva de efecto a las cláusulas limitativas del número máximo de voto cuando, tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al setenta por ciento del capital que confiera derechos de voto, salvo que dicho oferente no estuviera sujeto a medidas de neutralización equivalentes o no las hubiera adoptado⁶⁴.

El anteproyecto guarda silencio sobre la suerte del voto plural en ese escenario, y el silencio no es intrascendente: si el privilegio subsiste tras una oferta aceptada por la práctica totalidad del capital ordinario, la sociedad queda sustraída al mercado de control de manera prácticamente definitiva.

60 Artículo 108, letra d), de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, en la redacción proyectada por el artículo sexto del anteproyecto.

61 Artículo 111, apartado 3, de la Ley 6/2023, en la redacción proyectada.

62 La Ley 5/2021 añadió a tal efecto un apartado tercero al artículo 131 del entonces vigente texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre. *Vid.* FERNÁNDEZ TORRES, I. *ob. cit.*

63 Artículo 11 de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, en relación con su artículo 12.

64 Artículo 527 LSC.

5. La concurrencia con las cláusulas limitativas del número máximo de votos

El problema de concurrencia que el régimen de lealtad resolvió en el artículo 527 quinquies.1, párrafo cuarto, LSC ha sido correctamente trasladado por el anteproyecto, cuyo artículo 527 septendecies.3 dispone que, cuando los estatutos fijen con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista, dicha limitación será aplicable también a los accionistas titulares de acciones de voto plural⁶⁵. La coherencia es plena y evita que un privilegio estatutario permita eludir un límite igualmente estatutario, frustrando la finalidad defensiva que la cláusula limitativa persigue.

Sí merece observación crítica la ubicación sistemática de la regla, alojada en el precepto dedicado a la válida constitución de la junta que ha de acordar la modificación estatutaria, cuando su contenido es de ejercicio ordinario del derecho del voto y nada tiene que ver con el quórum de esa junta concreta. Es un defecto menor, pero revelador de una redacción no del todo asentada, apreciación que se confirma al examinar los errores materiales del texto que se señalan más adelante.

6. Gobierno corporativo, transparencia y publicidad

Resta analizar el plano institucional. La literatura sobre estructuras de doble clase ha subrayado que sus costes de agencia no son constantes, sino crecientes con el tiempo: los beneficios asociados a la visión idiosincrásica del fundador tienden a decaer, mientras que el aislamiento respecto del escrutinio del mercado se consolida, argumento que sustenta la propuesta de cláusulas de extinción temporal⁶⁶ y que ha sido a su vez contestado por quienes advierten que las extinciones automáticas pueden resultar arbitrarias y desincentivar el acceso al mercado⁶⁷.

En el plano de la publicidad, el anteproyecto sitúa las obligaciones de transparencia de emisores y de organismos rectores no en la Ley de Sociedades de Capital, sino en la Ley 6/2023, en línea con la naturaleza de mercado de tales deberes. Conviene tener en consideración una ventaja estructural del voto plural sobre el voto de lealtad: al tratarse de un privilegio de clase incorporado a los estatutos, su publicidad descansa en el Registro Mercantil y en el propio contenido estatutario, y no en un libro registro de llevanza interna cuya coordinación con los registros contables resultó problemática⁶⁸. La advertencia que la doctrina dirigió al régimen de 2021, compartida por el Consejo de Estado, por haberse aplicado sin el desarrollo reglamentario que se consideraba necesario, no debería reproducirse en esta transposición⁶⁹.

65 Artículo 527 septendecies, apartado 3, LSC del texto proyectado, en relación con el artículo 527 quinquies, apartado 1, párrafo cuarto, LSC.

66 Lucian A. BEBCHUK y Kobi KASTIEL, «The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock», *ob. cit.*

67 Jill E. FISCH y Steven DAVIDOFF SOLOMON, «The Problem of Sunsets», *ob. cit.*

68 *Vid. supra*, nota 53.

69 FERNÁNDEZ TORRES, I. *ob. cit.*, que recuerda que el Consejo de Estado se pronunció a favor de posponer la aplicación del régimen hasta la aprobación del correspondiente desarrollo normativo, criterio que el legislador no siguió.

VI. Propuesta de transposición: valoración crítica del anteproyecto

1. Planteamiento

Sentado que el ordenamiento jurídico español puede acoger las acciones de voto plural sin quiebra de sus principios estructurales, el juicio sobre la transposición debe formularse en términos de proporcionalidad regulatoria: si las salvaguardias elegidas son idóneas para tutelar a quienes no son titulares del privilegio, sin vaciar de contenido la figura que la Directiva impone reconocer. El anteproyecto ofrece un diseño más protector que el mínimo europeo, técnicamente desigual y, en algún punto, aquejado de defectos de redacción que conviene corregir durante la tramitación.

2. El ámbito: la extensión a los mercados regulados

La primera decisión, extender la figura a las sociedades que pretendan cotizar en un mercado regulado y no solo en un sistema multilateral, es correcta y merece respaldo. La Directiva la autoriza en su considerando 10, y la restricción al sistema multilateral carecería de justificación material: si el argumento que legitima el voto plural es la reducción del temor a la dilución del control como obstáculo al acceso al mercado, opera con igual o mayor fuerza ante el mercado regulado.

La solución cuenta además con un precedente interno directo en el artículo 527 octies LSC, que ya previó un régimen de acceso anticipado al voto de lealtad para las sociedades que solicitan la admisión en un mercado regulado, con eficacia diferida a la fecha de admisión⁷⁰.

Objetable resulta, en cambio, la siguiente asimetría: la sociedad ya cotizada no podrá adoptar la estructura, mientras que la que se dispone a cotizar sí. La distinción es la que traza la Directiva y responde a una lógica defendible, quien invirtió en una sociedad regida por la proporcionalidad no debe verse sorprendido por su supresión, pero conviene explicitarla en la exposición de motivos, porque de otro modo genera un incentivo perverso: el de la exclusión de cotización como paso previo a una reintroducción con estructura privilegiada. Asimismo, sería recomendable que en el propio articulado se incluyera un mecanismo defensivo frente a este incentivo perverso, con consecuencias jurídicas para aquellas sociedades que intenten valerse de él.

Merece observarse, además, que el proyectado artículo 527 duodecies.1 delimita el ámbito por referencia a las acciones no admitidas «en un mercado regulado español o en un sistema multilateral de negociación», calificativo territorial que, aplicado solo al primero, introduce una asimetría cuya intención no resulta clara.

70 Artículos 527 octies, apartados 1 y 2, LSC.

3. Las mayorías: una salvaguardia que se desactiva a sí misma

El anteproyecto disocia el quórum y la mayoría en dos preceptos. El artículo 527 septendecies.¹ exige, tanto en primera como en segunda convocatoria, la concurrencia de al menos el cincuenta por ciento del capital social, «incluidas las acciones sin derecho a voto»; y el artículo 527 octodécies.¹ requiere el voto favorable de al menos el sesenta por ciento del capital presente o representado con derecho a voto, o el superior que exigieran los estatutos, añadiendo en su apartado segundo la necesidad de voto favorable en votación separada o en junta especial de cada clase cuyos derechos se vean afectados⁷¹.

La comparación con el régimen de lealtad es reveladora. El artículo 527 quater LSC articula un doble umbral escalonado: sesenta por ciento del capital presente o representado si asisten accionistas que representen el cincuenta por ciento o más del capital suscrito con derecho a voto, y sesenta y cinco por ciento si concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más, sin alcanzar el cincuenta⁷². El anteproyecto conserva el primer escalón y suprime el segundo, imponiendo un suelo de quórum del cincuenta por ciento incluso en segunda convocatoria, lo que se aparta del régimen ordinario del veinticinco por ciento del artículo 194.2 y resulta, además, más exigente en su base de cómputo, pues la referencia al capital social con inclusión de las acciones sin derecho de voto se separa del criterio de los artículos 193 y 194 LSC, referidos al capital suscrito con derecho de voto.

Ahora bien, el rigor es más aparente que real, y este es el punto crítico que se debe subrayar. Las mayorías reforzadas operan como salvaguardia allí donde el capital está disperso y la aprobación exige concitar voluntades ajenas al promotor de la medida. Pero el acuerdo se adopta, por definición, en una sociedad todavía no cotizada, esto es, en el momento de máxima concentración del accionariado, cuando el fundador o el socio de control reúne por sí solo porcentajes muy superiores a los exigidos; la salvaguardia despliega su eficacia precisamente en el momento en que carece de virtualidad protectora. Quienes resultarán afectados por el privilegio, los inversores que suscriban en la oferta o adquieran en el mercado, no participan en la decisión ni pueden hacerlo, y su única tutela efectiva es informativa: conocerán la estructura por el folleto y ajustarán el precio en consecuencia. Conviene que el legislador no confunda la severidad formal del quórum con la protección material del inversor; es este dato, y no la retórica de las mayorías reforzadas, el que debería orientar el diseño de las restantes salvaguardias.

4. El catálogo de las salvaguardias cualitativas

El anteproyecto acumula un conjunto de medidas de contención que van más allá del mínimo del artículo 4 de la Directiva. El ejercicio del voto plural queda en suspenso hasta la admisión a cotización, y el privilegio queda sin efecto si esta no se produce en el plazo de dos años desde el acuerdo de emisión o conversión, en cuyo caso los administrado-

71 Artículos 527 septendecies, apartado 1, y 527 octodécies, apartados 1 y 2, LSC en el texto proyectado del anteproyecto.

72 Artículos 527 quater, apartados 1 y 2 LSC. Compárese con el artículo 194, apartados 1 a 3, LSC.

res deben restituir sin demora el valor de las aportaciones realizadas a los suscriptores y adaptar los estatutos a la nueva situación; las acciones deben estar íntegramente desembolsadas desde el momento de la suscripción⁷³. La solución es elegante: impide el uso de la figura como mero instrumento de reforzamiento del control en sociedad cerrada, ejerce la facultad del artículo 3, apartado 3, de la Directiva y añade un mecanismo restitutorio que protege a quien suscribió confiando en una salida a bolsa que no llegó a producirse.

El artículo 527 sexdecies merece una precisión técnica. Su apartado 1, que prohíbe supeditar la emisión a la atribución de privilegios económicos a las acciones carentes de voto plural, no es una salvaguardia añadida por el legislador español, sino la transcripción de un mandato europeo dirigido a los Estados⁷⁴; es su apartado 2, que niega a las acciones de voto plural privilegio alguno en dividendos o cuota de liquidación, el que constituye una decisión nacional, y una decisión acertada, porque impide la acumulación de privilegio político y económico de la misma clase.

La cláusula de extinción temporal es el apartado más discutible. El artículo 527 novodecies.1 fija un plazo estatutario no superior a diez años desde el acuerdo, prorrogable por un periodo de hasta diez mediante el acuerdo de la junta adoptado «con los requisitos que expresamente hubieran previsto los estatutos sociales para este caso»⁷⁵. El horizonte potencial de dos décadas excede con holgura el que la literatura considera razonable⁷⁶.

Con todo, lo más objetable no es el plazo, sino la remisión: los requisitos de la prórroga se abandonan por entero a la autonomía estatutaria, de modo que la sociedad puede fijarlos en su nivel mínimo y prorrogar el privilegio de voto en beneficio de quien lo disfruta. Basta comparar con el régimen de lealtad, que exige renovación cada cinco años en las condiciones del artículo 527 quater y, transcurridos más de diez, priva a los votos dobles de eficacia en el acuerdo de eliminación de la propia previsión⁷⁷, regla que impide el atrincheramiento del beneficiario mediante los votos que el privilegio le confiere. El anteproyecto no la incorpora, y su artículo 527 novodecies.2 somete la extinción anticipada a los mismos requisitos que la emisión, esto es, a mayorías que el titular del voto plural controlará por definición, precisando además que la extinción no dará derecho a indemnización alguna⁷⁸.

En consecuencia, se propone un triple ajuste: reducir el plazo inicial a siete años; someter la prórroga a los requisitos legales del acuerdo de emisión, y no a los que libremente fijan los estatutos; y disponer que, en el acuerdo de prórroga y en el de extinción anticipada, los votos plurales se computen como votos ordinarios, trasladando la solución del artículo 527 sexies LSC.

73 Artículo 527 duodecies, apartados 2 y 4, LSC, del texto proyectado, en relación con el artículo 3, apartado 3, de la Directiva (UE) 2024/2810.

74 Artículo 527 sexdecies del texto proyectado, en relación con el artículo 3, apartado 1, párrafo primero, *in fine*, y el considerando 8 de la Directiva (UE) 2024/2810.

75 Artículo 527 novodecies, apartado 1, LSC del texto proyectado.

76 BEBCHUK y KASTIEL, ob. cit.; en sentido crítico respecto de la fijación de plazos rígidos, FISCH y SOLOMON, ob. cit.

77 Artículo 527 sexies LSC.

78 Artículo 527 novodecies, apartado 2, LSC del texto proyectado.

Merece una mención específica el artículo 527 novodecies.3, conforme al cual se aplicará a las acciones de voto plural lo establecido en el artículo 527 decies respecto de las acciones de lealtad, esto es, la extinción del privilegio por cesión o transmisión, directa o indirecta y aun a título gratuito, con las excepciones allí tasadas⁷⁹. El precepto introduce, por remisión, una cláusula de extinción basada en la transmisión, que la Directiva contempla entre las salvaguardias facultativas de su artículo 4, apartado 2. La opción es defendible en política jurídica, pero genera una tensión dogmática que el texto no resuelve: el artículo 527 terdecies configura las acciones de voto plural como clase, y una clase cuyo contenido de derechos se altera por el mero hecho de la transmisión es, en rigor, una contradicción en los términos, pues el artículo 94.1 LSC define la clase precisamente por la identidad del contenido de derechos. El resultado es una figura híbrida, con estructura de clase y régimen de privilegio personal, que reproduce en su interior la distinción que se ha intentado deslindar *supra*. Sería preferible o bien suprimir la remisión, o bien explicitar que la transmisión no extingue el voto plural, sino que convierte las acciones en ordinarias, con la consiguiente reclasificación y su reflejo estatutario y registral.

5. Los límites cuantitativos: ratio máxima y tope de capital

El artículo 4, apartado 1, letra b), de la Directiva ofrece a los Estados dos vías alternativas: fijar una ratio máxima de votos entre las acciones privilegiadas y las de menores derechos, o exigir un cómputo reforzado para los acuerdos que requieran mayoría cualificada⁸⁰. El anteproyecto ha optado por acumularlas y ha añadido un límite que el Derecho europeo no exige; conforme al artículo 527 quincecies LSC del texto proyectado, el número máximo de votos atribuidos a una acción de voto plural no podrá ser superior a diez respecto al número de votos que tenga atribuidos la acción de mayor valor nominal que tuviera emitida la sociedad, excluidas en todo caso las acciones de lealtad; las decisiones de la junta general previstas en el artículo 194.1 LSC se someten a votación independiente para las distintas clases cuyos derechos se vean afectados, considerándose que una decisión afecta a una clase cuando repercute negativamente en los derechos de sus titulares; y la emisión o conversión no podrá superar el treinta por ciento del capital social⁸¹.

La valoración de conjunto ha de ser positiva, y sitúa a España entre los ordenamientos jurídicos más protectores en la transposición. Ahora bien, la eficacia de estos límites debe medirse aritméticamente, y el ejercicio arroja un resultado que conviene no pasar por alto. Con una ratio de diez y el tope del treinta por ciento del capital, el titular de la totalidad de las acciones privilegiadas reúne trescientos votos frente a los setenta de las ordinarias, esto es, algo más del ochenta y uno por ciento de los derechos de voto con menos de un tercio del capital. Y, lo que resulta más significativo, para superar la mayoría absoluta de los votos basta con emitir como acciones de voto plural, a la ratio máxima, algo más del nueve por ciento del capital. Los límites acotan el escenario extremo, pero no impiden el control con participaciones económicas modestas.

79 Artículo 527 novodecies, apartado 3, LSC del texto proyectado, en relación con el artículo 527 decies LSC y con el artículo 4, apartado 2 de la Directiva (UE) 2024/2810.

80 Artículo 4, apartado 1, letra b), de la Directiva (UE) 2024/2810.

81 Artículo 527 quincecies, apartados 1 a 3, LSC del texto proyectado.

Ello no significa que el diseño sea reprochable (la Directiva quiere permitir la conservación del control), sino que el equilibrio depende menos de la existencia de límites que de su calibración. Se propone, por ello, reducir la ratio máxima de diez a cinco votos. Con esta cifra, el umbral de capital necesario para superar la mayoría de los votos se sitúa en torno al diecisiete por ciento, porcentaje que asegura un compromiso económico significativo del fundador sin frustrar la finalidad de la figura; y el escenario máximo, con el treinta por ciento del capital emitido como privilegiado, proyecta algo más del sesenta y ocho por ciento de los votos, poder de control holgado pero compatible con una minoría de bloqueo estatutaria en manos del capital ordinario. Conviene retener que la votación separada por clases se ciñe a las materias del artículo 194.1 LSC, entre las que no figura el nombramiento ni el cese de administradores, exclusión coherente con el límite implícito que fija el considerando 15 de la Directiva⁸², pero que deja intacto el terreno donde el control se ejerce de manera más directa.

6. Las lagunas por colmar

Colmadas en el articulado la concurrencia con los techos estatutarios de voto y la calificación como supuesto de oferta pública obligatoria, subsisten dos cuestiones sin resolver. La primera es el cómputo de los derechos de la minoría: el artículo 527 vicies reproduce la enumeración del artículo 527 quinquies.2 LSC, extendiendo el cómputo del voto plural a la obligación de comunicación de participaciones significativas, a la normativa sobre ofertas públicas de adquisición y al capítulo III del título I de la Ley 10/2014⁸³, pero ni este ni ningún otro precepto aclaran si los umbrales de capital a los que la ley anuda derechos de minoría se calculan sobre capital o sobre votos. La interpretación conduce a la primera solución, pero la seguridad jurídica aconseja aclararlo.

La segunda es la neutralización en sede de oferta pública: se propone extender al voto plural la lógica del artículo 527 LSC, privándolo de efecto cuando el oferente alcance un porcentaje muy elevado de capital que confiera derechos de voto, con la misma salvedad de reciprocidad que aquel precepto contempla, de modo que se preserve la contestabilidad última del control sin desactivar el privilegio frente a ofertas ordinarias, que es lo que haría inútil la figura.

7. El régimen de transparencia

El anteproyecto no aloja los deberes informativos en la Ley de Sociedades de Capital, sino en una nueva disposición adicional décima de la Ley 6/2023, decisión sistemáticamente correcta por tratarse de obligaciones de mercado y no societarias⁸⁴. Su apartado

82 Considerando 15 de la Directiva (UE) 2024/2810, en relación con su artículo 4, apartado 1, letra b), inciso ii).

83 Artículo 527 vicies LSC del texto proyectado.

84 Disposición adicional décima de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, en la redacción proyectada por

1 reproduce con fidelidad el contenido del artículo 5, apartado 3, de la Directiva: información sobre la estructura accionarial, incluidas las acciones no admitidas a cotización, y para cada clase, los derechos y obligaciones vinculados a ella, el porcentaje de capital o del número total de acciones que representa y el número total de votos; las restricciones a la transmisión y a los derechos de voto, incluidas las que deriven de acuerdos entre accionistas de los que la sociedad tenga conocimiento; y la identidad, cuando la sociedad la conozca, de los titulares de acciones de voto plural que representen más del cinco por ciento de los derechos de voto, así como de quienes estén facultados para ejercerlos en su nombre.

Los apartados 2 y 3 distribuyen los soportes documentales según el centro de negociación, distinguiendo entre las sociedades cuyas acciones coticen o vayan a cotizar en un sistema multilateral registrado como mercado de pymes en expansión y las que lo hagan en un mercado regulado o en un sistema multilateral que no tenga tal consideración, con remisión en ambos casos al folleto, al folleto de emisión de la Unión de crecimiento, al documento de admisión y al informe financiero anual⁸⁵. La extensión al mercado regulado es coherente con la ampliación del ámbito subjetivo analizado *supra* y satisface lo que habría sido una laguna evidente: carecería de sentido permitir la estructura ante el mercado regulado sin imponer allí los mismos deberes de información.

Los apartados 4 y 5 transponen, respectivamente, la prohibición de que los organismos rectores restrinjan la admisión a cotización por razón de la estructura y el deber de articular los mecanismos necesarios para asegurar que las acciones de voto plural estén claramente identificadas como tales y que dicha información resulte accesible para los inversores, en línea con las normas técnicas de regulación que elabore la Autoridad Europea de Valores y Mercados⁸⁶. Deben realizarse dos observaciones críticas: la primera, de técnica sistemática: la regla que prohíbe restringir la admisión no es un deber de transparencia, sino la transposición del artículo 3, apartado 4, de la Directiva, y su ubicación en una disposición adicional rubricada como obligaciones de información resulta forzada. La segunda, de redacción: la obligación de los organismos rectores de establecer normas que aseguren que las sociedades les informen cuando emitan o adopten acciones de voto plural aparece en dos ocasiones, en el inciso final del apartado 4 y en el párrafo primero del apartado 5, con idéntico contenido y sola variación del verbo empleado; se trata de una duplicación que debe suprimirse.

Con todo, el juicio global sobre este bloque ha de ser favorable. La transparencia es la única salvaguardia que opera efectivamente sobre quienes soportan el privilegio sin haber participado en su creación, y el anteproyecto la ha articulado con fidelidad al modelo europeo y con la extensión que su propia ampliación de ámbito exigía.

el apartado treinta y nueve del artículo sexto del anteproyecto citado en la nota 39.

85 Apartados 2 y 3 de la disposición adicional décima proyectada, en relación con el artículo 6 y el artículo 15 bis del Reglamento (UE) 2017/1129, el artículo 33, apartado 3, letra c), de la Directiva 2014/65/UE y el artículo 78, apartado 2, letra g), del Reglamento delegado (UE) 2017/565.

86 Apartados 4 y 5 de la disposición adicional décima proyectada, en relación con los artículos 3, apartado 4, y 5, apartados 4 y 5, de la Directiva (UE) 2024/2810.

8. Calidad técnica del texto sometido a audiencia

Un trabajo sobre una norma en tramitación no debe eludir el examen de su factura, tanto más cuanto que el trámite de información pública existe para depurarla. El texto contiene errores materiales que conviene señalar⁸⁷.

La exposición de motivos ubica la nueva subsección en el «título XVI» de la Ley de Sociedades de Capital, cuando el articulado la sitúa correctamente en el título XIV. El artículo 527 vicies cita la Ley 10/2014 como «de 16 de junio», siendo de 26 de junio. El proyectado artículo 111.3 de la Ley 6/2023 dispone que la oferta se formulará dentro de los tres meses siguientes a la fecha en que se hubiera sobrepasado «el umbral del tres por ciento», cuando el precepto opera en su integridad sobre el treinta por ciento, y remite a los «artículos 527 ter a 527 vicies y siguientes», expresión imposible al ser el vicies el último de la serie. El artículo 108, letra d), remite al artículo 527 duodecimos.3, que contiene la definición de la figura y no la atribución de votos, y al artículo 527 octies.2, relativo a la inscripción en el libro registro y no a la atribución del doble voto. Y la disposición adicional décima duplica en sus apartados 4 y 5 la obligación de los organismos rectores de establecer normas que aseguren la comunicación por las sociedades de la emisión o adopción de acciones de voto plural.

Son defectos subsanables, pero su acumulación en un mismo bloque normativo aconseja una revisión sistemática de las remisiones y de los umbrales antes de la remisión del proyecto a las Cortes Generales.

9. Una propuesta de ordenación sistemática

Resta la cuestión de técnica legislativa anticipada en el epígrafe anterior. El anteproyecto yuxtapone una subsección 5.^a a la subsección 4.^a de la sección 3.^a del capítulo VI del título XIV LSC, de suerte que el ordenamiento albergará dos regímenes de voto privilegiado con lógicas de cómputo distintas, plazos distintos y reglas de extinción distintas, comunicados por un juego de remisiones cruzadas que revela la proximidad funcional de ambas figuras sin llegar a articularlas. Sería preferible una sección unitaria dedicada al voto privilegiado en la sociedad anónima, ordenada en una parte general (cómputo de quóruns y mayorías, interacción con las cláusulas limitativas del número máximo de votos y con los derechos de minoría, publicidad registral y de mercado, neutralización en sede de oferta pública) y dos partes especiales dedicadas, respectivamente, al privilegio personal por lealtad y al privilegio de clase por voto plural. La transposición ofrecía la ocasión de acometer esa ordenación; salvo modificación durante la tramitación parlamentaria, se habrá desaprovechado.

87 Todas las referencias se hacen al texto sometido a audiencia pública el 25 de marzo de 2026, citado en la nota 39.

VII. Conclusiones

Primera. El principio de proporcionalidad entre capital y voto no es un principio estructural del Derecho de sociedades, sino una regla de configuración legal del tipo, modulable por el legislador sin quiebra de la coherencia del sistema. Lo confirman el abandono europeo de la iniciativa sobre la regla «una acción, un voto» tras el informe de 2007, la doctrina *Audiolux* y, sobre todo, el propio artículo 527 ter.1 LSC, que se autocalifica como excepción a los artículos 96.2 y 188.2. La Directiva (UE) 2024/2810 no rompe el sistema: culmina una erosión largamente consumada.

Segunda. Debe corregirse la lectura que presenta las acciones de lealtad como el antecedente que la Directiva viene a prolongar: el legislador europeo las excluye deliberadamente de su ámbito, junto a las acciones sin voto y las de veto, por responder a una lógica de permanencia y no de captación de fondos. El régimen de los artículos 527 ter a 527 undecies LSC no queda, pues, desplazado, y el ordenamiento español pasará a albergar dos regímenes paralelos de desviación de la proporcionalidad cuya articulación el legislador no ha abordado.

Tercera. Ambas figuras son estructuralmente distintas y el Derecho positivo lo formula sin ambigüedad: el artículo 527 ter.4 LSC niega a las acciones de lealtad la condición de clase separada, mientras que el proyectado artículo 527 terdecies configura como clase a las de voto plural. De esa distinción dependen el régimen de tutela, el sistema de publicidad y las consecuencias de la transmisión.

Cuarta. El anteproyecto de 2026 ejerce en sentido expansivo los márgenes de la armonización mínima: extiende la figura al mercado regulado, acumula las dos salvaguardias que el artículo 4, apartado 1, letra b), de la Directiva ofrece como alternativas y añade límites no exigidos por el Derecho europeo, señaladamente el tope del treinta por ciento del capital y el régimen restitutorio para el caso de que la admisión no llegue a producirse. Ello sitúa a España entre los ordenamientos jurídicos más protectores en la transposición.

Quinta. Ese rigor es, sin embargo, desigual en su eficacia, y conviene explicar por qué. Las mayorías reforzadas de los artículos 527 septendecies y 527 octodecies proyectados operan sobre una sociedad todavía no cotizada, esto es, en el momento de máxima concentración del accionariado, cuando el promotor de la medida reúne por sí solo porcentajes muy superiores a los exigidos. La salvaguardia se aplica en el momento en el que resulta ineficaz; y quienes soportarán el privilegio, los inversores que suscriban o adquieran tras la admisión, no participan en la decisión ni pueden hacerlo: su única defensa es ajustar el precio a una estructura que conocen por el folleto. De ahí una consecuencia que debería presidir el diseño del régimen: la tutela efectiva del inversor descansa en la transparencia y en los límites cuantitativos, no en los umbrales de aprobación, de modo que reforzar estos últimos ofrece apariencia de protección que el legislador no debería confundir con protección real.

Sexta. Los límites cuantitativos son la pieza más valiosa del diseño, pero están calibrados con generosidad: con la ratio máxima de diez votos basta emitir algo más del nueve

por ciento del capital como acciones privilegiadas para superar la mayoría absoluta de los votos. Se propone reducirla a cinco, cifra con la que el umbral se sitúa en torno al diecisiete por ciento del capital, exigiendo al fundador un compromiso económico sin frustrar la finalidad de la figura.

Séptima. La cláusula de extinción temporal del artículo 527 novodecies proyectado adolece de un defecto de procedimiento: abandona los requisitos de prórroga a la autonomía estatutaria, permitiendo renovar el privilegio a quien lo disfruta. Se propone reducir el plazo inicial a siete años, someter la prórroga a los requisitos legales de emisión y computar los votos plurales como ordinarios tanto en la prórroga como en la extinción anticipada, trasladando la solución del artículo 527 sexies LSC.

Octava. La remisión del artículo 527 novodecies.³ al artículo 527 decies LSC introduce una cláusula de extinción por transmisión incompatible con la configuración de estas acciones como clase, pues el artículo 94.1 LSC define la clase por la identidad del contenido de derechos. Debe suprimirse la remisión o precisarse que la transmisión no extingue el privilegio, sino que convierte las acciones en ordinarias, con la consiguiente reclasificación.

Novena. Es acertado anclar la oferta pública obligatoria en los derechos de voto efectivos y no en el capital, pero restan dos lagunas. La articulación con las medidas de neutralización, para las que se propone extender al voto plural la lógica del artículo 527 LSC con su misma salvedad de reciprocidad; y el cómputo de los derechos de minoría, que el proyectado artículo 527 vices deja sin aclarar y que debe declararse referido al capital, pues lo contrario permitiría al titular del privilegio disponer de los instrumentos concebidos para protegerse frente a él.

Décima. La transposición habrá desaprovechado la oportunidad de ordenar unitariamente el voto privilegiado en la sociedad anónima mediante una sección con parte general y dos partes especiales. A ello se debe añadir la conveniencia de depurar los errores materiales del texto sometido a audiencia en la ubicación sistemática, los umbrales porcentuales, las remisiones internas y la duplicación de obligaciones, cuya acumulación aconseja una revisión completa antes de su remisión a las Cortes Generales.

VIII. Bibliografía

1. Obras doctrinales

ALFARO ÁGUILA-REAL, J. «Las limitaciones estatutarias al número de votos que puede emitir un accionista», *Almacén de Derecho*, 2016.

BEBCHUK, L. A., KASTIEL, K. «The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock», *Virginia Law Review*, vol. 103, 2017.

- EASTERBROOK, F. H., FISCHEL, D. R.** «Voting in Corporate Law», *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, núm. 2, 1983.
- EASTERBROOK, F. H., FISCHEL, D. R.** *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge (Massachusetts), 1991.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L.** «La viabilidad de las "acciones de lealtad" en nuestro derecho de sociedades (*loyalty shares*)», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 152, 2018.
- FERNÁNDEZ TORRES, I.** *Las loyalty shares*: cortoplacismo contra activismo accionarial**, Marcial Pons, Madrid, 2017.
- FERNÁNDEZ TORRES, I.** «El voto adicional doble por lealtad: una reforma controvertida», *El Notario del Siglo XXI*, núm. 97, 2021.
- FISCH, J. E., SOLOMON, S. D.** «The Problem of Sunsets», *Boston University Law Review*, vol. 99, 2019.
- GANDÍA PÉREZ, E.** «Acciones de voto plural y *loyalty shares*. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 300, 2016.
- GOSHEN, Z., HAMDANI, A.** «Corporate Control and Idiosyncratic Vision», *The Yale Law Journal*, vol. 125, 2016.
- GROSSMAN, S. J., HART, O. D.** «One Share-One Vote and the Market for Corporate Control», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988.
- HARRIS, M., RAVIV, A.** «Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988.
- LUND, D. S.** «Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance», *Stanford Law Review*, vol. 71, 2019.
- MUCCIARELLI, F. M.** «Equal Treatment of Shareholders and European Union Law», *European Company and Financial Law Review*, vol. 7, 2010.
- RECALDE CASTELLS, A. J.** *Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Civitas, Madrid, 1996.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A.** «La acción y los derechos del accionista», en URÍA, R., MENÉNDEZ, A., OLIVENCIA, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IV, vol. 1, Civitas, Madrid, 1994.
- TAPIA HERMIDA, A.** «La igualdad de los accionistas en las sociedades cotizadas (Comentario a la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Cuarta, de 15 de octubre de 2009, asunto C-101/08)», *Derecho de sociedades*, vol. 35, 2010.

2. Legislación

- Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición. DOUE L 142, de 30 de abril de 2004.
- Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros. DOUE L 173, de 12 de junio de 2014.
- Reglamento delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE. DOUE L 87, de 31 de marzo de 2017.
- Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. DOUE L 132, de 20 de mayo de 2017.
- Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. DOUE L 168, de 30 de junio de 2017.
- Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades. DOUE L 169, de 30 de junio de 2017.
- Reglamento (UE) 2024/2809 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024. DOUE L, 2024/2809, de 14 de noviembre de 2024.
- Directiva (UE) 2024/2810 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación. DOUE L, 2024/2810, de 14 de noviembre de 2024.
- Directiva (UE) 2024/2811 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024. DOUE L, 2024/2811, de 14 de noviembre de 2024.
- Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. BOE núm. 310, de 27 de diciembre de 1989.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. BOE núm. 161, de 3 de julio de 2010.
- Ley 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. BOE núm. 159, de 1 de julio de 2010.
- Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital. BOE núm. 150, de 23 de junio de 2012.
- Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. BOE núm. 156, de 27 de junio de 2014.
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. BOE núm. 255, de 24 de octubre de 2015.
- Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. BOE núm. 88, de 13 de abril de 2021.

- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. BOE núm. 65, de 18 de marzo de 2023.

3. Jurisprudencia y resoluciones administrativas

- Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 15 de octubre de 2009, asunto C-101/08, *Audiolux y otros* (ECLI:EU:C:2009:626).
- Sentencia del Tribunal Supremo número 138/2009, de 6 de marzo (ECLI:TS:2009:941).
- Resolución de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública, de 28 de marzo de 2022 (BOE núm. 93, de 19 de abril de 2022).
- *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).

4. Otras fuentes

MINISTERIO DE ECONOMÍA, COMERCIO Y EMPRESA. *Anteproyecto de Ley por la que se modifican la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, el Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, la Ley 5/2015, de 27 de abril, y la Ley 6/2023, de 17 de marzo, texto sometido a audiencia pública por la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional el 25 de marzo de 2026.*

COMISIÓN EUROPEA. *Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo — un marco jurídico moderno para una mayor implicación de los accionistas y la viabilidad de las empresas*, COM(2012) 740 final, de 12 de diciembre de 2012.

HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS. *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruselas, 4 de noviembre de 2002.

INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES EUROPE, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, SHEARMAN & STERLING LLP. *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, estudio externo elaborado para la Comisión Europea, mayo de 2007.