



Propuesta de Directiva de la Comisión Europea relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización en un mercado de pymes en expansión

Septiembre 2023

La Comisión Europea (CE) publicó el 7 de diciembre de 2022 un conjunto de propuestas para hacer más atractivos los mercados de capitales de la Unión Europea (UE) agrupadas en tres temas: a) compensación, para hacer que los servicios de compensación en la UE sean más atractivos y resilientes, con el fin de sostener la autonomía estratégica y preservar la estabilidad financiera; b) insolvencia de las empresas, para armonizar ciertos aspectos y contribuir a promover las inversiones transfronterizas y c) admisión a negociación, para simplificar las normas de cotización en los mercados públicos, aligerando la carga administrativa de las empresas de todos los tamaños, en particular de las pymes (pequeñas y medianas empresas) y facilitar el acceso a la financiación procedente de los inversores mediante su admisión a negociación en los centros de negociación.

La propuesta de Directiva sobre acciones con derecho de voto múltiple en compañías que buscan la admisión a negociación de sus acciones en un mercado de pymes en expansión forma parte del paquete de propuestas sobre admisión a negociación (*Listing Act*), del que también forman parte una propuesta Reglamento que modifica los Reglamentos de folletos, de abuso de mercado y de mercados de instrumentos financieros (MiFIR), y una propuesta de Directiva que modifica la Directiva de mercados en instrumentos financieros (MiFID II) y, a su vez, deroga la Directiva sobre admisión a cotización.

El texto de compromiso acordado por los Estados Miembros en el Consejo de la Unión Europea (UE) se ha publicado en su página web el 14 de junio junto con el mandato para comenzar las negociaciones interinstitucionales con el Parlamento Europeo (PE) con el fin de acordar una versión definitiva de la Directiva. Sin embargo, las negociaciones no han comenzado porque el PE no ha acordado aún su posición definitiva. El Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del PE ha publicado el proyecto del informe del ponente Alfred Sant (grupo Socialistas&Demócratas) sobre esta propuesta el 14 de junio y el plazo para presentar enmiendas ha concluido el 7 de julio por lo que, cuando se publique el informe con la versión definitiva, podrán dar comienzo dichas negociaciones interinstitucionales.

Propuesta de Directiva de la Comisión Europea relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de pymes en expansión

Una de las principales barreras que disuade a las empresas familiares de salir a bolsa es el miedo de perder el control de su sociedad cuando empiece a cotizar. Las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple constituyen un mecanismo eficaz que permite a los propietarios de una sociedad mantener el poder de decisión en ella al tiempo que obtienen financiación en los mercados públicos ya que hacen posible que un accionista (o grupo de accionistas) posea una participación de control en una sociedad sin tener que hacer la inversión económica proporcional requerida para el tamaño de la participación. Estas estructuras suelen incluir, al menos, dos clases de acciones diferentes e independientes: acciones con derechos de voto múltiple, que llevan asociadas más de un voto por acción y acciones con un voto, cuyos tenedores tienen menos poder de decisión.

La propuesta tiene por objeto lograr una **armonización mínima** de las legislaciones nacionales sobre las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple de las sociedades que cotizan en mercados de pymes en expansión y conceder, al mismo tiempo, a los Estados Miembros suficiente flexibilidad para su aplicación.

En concreto, la propuesta permite que compañías con estructuras de acciones con derecho a voto múltiple, siempre que no tengan acciones admitidas en ningún otro centro de negociación, puedan solicitar la admisión a

negociación de sus acciones en mercados pymes en expansión conservando, de esta manera, el suficiente control sobre su empresa, y protegiendo, al mismo tiempo, los derechos de los demás accionistas sin voto múltiple. La adopción de la estructura de acciones con derechos de voto múltiple puede tener lugar antes de solicitar la admisión en un mercado de pymes en expansión.

Los Estados miembros podrán: a) **supeditar el ejercicio de los derechos de voto** adicionales asociados a las acciones con derechos de voto múltiple **a la admisión a cotización de las mismas en un mercado de pymes en expansión** en uno o varios Estados Miembros y b) **introducir o mantener en vigor disposiciones nacionales** que permitan a las sociedades adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple **en situaciones no cubiertas por la Directiva**, es decir, como explica el considerando 8 de la propuesta con fines distintos de la primera admisión a negociación en un mercado de pymes en expansión, incluyéndose entre estos los siguientes: i) permitir a las sociedades adoptar acciones con derechos de voto múltiple cuando, ya admitidas a cotización, soliciten la admisión en un SMN (sistema multilateral de negociación) que no sea mercado de pymes en expansión o en un mercado regulado; ii) trasladar una sociedad admitida a negociación en un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado conservando las acciones con derechos de voto múltiple o iii) garantizar que las sociedades sin libre transmisibilidad de los títulos de participación puedan adoptar acciones con derechos de voto múltiple, independientemente de si tienen intención de solicitar la admisión a cotización de sus acciones.

La propuesta prevé las siguientes **salvaguardias para la adecuada protección de los accionistas que no tienen acciones con voto múltiple** y de los intereses de la sociedad:

a) se adoptará en **junta general** y se aprobará **por mayoría cualificada** (según la legislación nacional) la decisión de adoptar una estructura de acciones con derechos de voto múltiple así como cualquier modificación posterior. Estas decisiones requerirán el voto separado de cada clase de acciones que se vea afectada.

b) se **limitará el peso del voto de las acciones con derechos de voto múltiple** en las juntas generales, mediante: o bien una ratio de voto ponderado máxima y un requisito sobre el porcentaje máximo del capital social en circulación que puede representar el importe total de las acciones con derechos de voto múltiple; o bien una restricción del ejercicio de los derechos de voto adicionales asociados a las acciones con derechos de voto múltiple para votar sobre cuestiones que se decidan en la junta general de accionistas y que requieran la aprobación por mayoría cualificada.

Los Estados Miembros podrán prever **salvaguardias adicionales** que podrán incluir, en particular, lo siguiente: a) disposiciones para evitar que los derechos de voto adicionales asociados a las acciones con derechos de voto múltiple se transfieran a terceros o sigan existiendo tras el fallecimiento, la incapacidad o la jubilación del titular original de dichas acciones (**cláusulas de extinción por transferencia**) o sigan existiendo después de un período de tiempo determinado (**cláusulas de extinción basada en el tiempo**) o tras un acontecimiento específico (**cláusulas de extinción basada en acontecimientos**) y b) un requisito para garantizar que los derechos de voto adicionales no puedan utilizarse para bloquear la toma de decisiones destinadas a prevenir, reducir o eliminar los efectos adversos sobre los derechos humanos y el medio ambiente relacionados con las actividades de la sociedad.

Además, la propuesta prevé un **régimen de transparencia específico** que permita a los inversores tener información precisa, completa y oportuna sobre las estructuras de acciones con voto múltiple y la toma de decisiones de inversión informadas. Por ello, los Estados miembros velarán por que las sociedades con estructuras de acciones con derechos de voto múltiple cuyas acciones se negocien o vayan a negociarse en un mercado de pymes en expansión pongan a disposición del público las siguientes informaciones: a) la estructura del capital (incluidos los valores que no se negocien en un mercado de pymes en expansión), con indicación de las distintas clases de acciones y para cada clase, los derechos y las obligaciones asociados y el porcentaje del capital social total y de los derechos de votos totales que represente dicha clase; b) cualquier restricción a la transferencia de valores (en particular, acuerdos entre accionistas conocidos); c) la identidad de los titulares de cualquier valor con derechos de control especiales, con descripción de tales derechos; d) cualquier restricción de los derechos de voto (en particular, acuerdos entre accionistas conocidos) y e) la identidad de los accionistas titulares de acciones con derechos de voto múltiple y de la persona física o jurídica con derecho a ejercer los derechos de voto en nombre de dichos accionistas, cuando proceda. La información se incluirá en el folleto de la Unión de crecimiento o en el documento de admisión a negociación adecuado y en el informe financiero anual del emisor.

Por último, se prevé que la CE presente al PE y al Consejo, en un plazo de cinco años desde la entrada en vigor, un **informe de revisión** con información (facilitada por los Estados Miembros a la CE a más tardar cuatro años desde la entrada en vigor) sobre la aplicación de la Directiva y, en particular, sobre lo siguiente: a) número de sociedades admitidas a cotización con acciones con derechos de voto múltiple, b) sector y capitalización en el momento de la emisión y c) salvaguardias de protección. Los Estados Miembros pondrán en vigor, a más tardar dos años des la

fecha de entrada en vigor, las disposiciones nacionales necesarias para dar cumplimiento a la Directiva.

Propuesta del Consejo de 14 de abril de 2023

El **texto de compromiso** acordado en el seno del Consejo modifica algunos aspectos de la propuesta de la CE con el objeto de recoger las preocupaciones de los Estados Miembros manteniendo el adecuado equilibrio entre flexibilidad y la necesidad de facilitar el acceso a los mercados de capitales para las pymes. Los principales elementos del compromiso se exponen a continuación:

.- Se **elimina el artículo sobre armonización mínima**. El Consejo expone que, contrariamente a lo que se indicaba en la propuesta de la CE, la posibilidad de que los Estados Miembros puedan introducir o mantener en vigor disposiciones nacionales aplicables en situaciones no cubiertas por la Directiva no es una disposición de armonización mínima sino que es la consecuencia del proceso legislativo de la UE por cuanto si una situación no entra en el ámbito de aplicación de la norma europea, los Estados Miembros pueden regular libremente dicha situación.

.- La **adopción de estructuras de acciones de voto múltiple se alinea con lo previsto en la propuesta de la CE** (acuerdo en Junta General y cuando hay distintas clases de acciones, además a voto separado de cada clase distinta de acciones cuyos derechos se vean afectados en las juntas de accionistas).

.- En las **salvaguardias**, para limitar el peso de las acciones con derecho de votos adicionales en las juntas generales se establece que debe adoptarse, al menos, una de las siguientes medidas: a) una **ratio máxima (no se fija cuál debería ser)** entre el número de votos asociados a las acciones con derecho de voto múltiple y el número de votos de las acciones con menos número de votos o b) el requisito de que las **decisiones a adoptar por mayoría cualificada** tal como se especifica en la ley nacional, excluyendo nombramiento y cese de directores **así como las decisiones operacionales** sujetas a aprobación en junta general, sean adoptadas o bien por mayoría cualificada tanto de votos como de la proporción del capital social representado en la junta o del número de acciones representadas, o bien por mayoría cualificada de los votos emitidos realizando el cómputo de manera separada para aquellas clases de acciones cuyos derechos vayan a estar afectados por la decisión a adoptar. Por último, el Consejo propone que los Estados Miembros puedan establecer garantías adicionales para asegurar la adecuada protección de los intereses de los accionistas que no posean acciones con derechos de voto múltiple pero sin especificar cuáles pueden ser estas -a diferencia de la propuesta de la CE-.

.- **En el régimen de transparencia se restringe la divulgación de información** sobre algunos aspectos que pueden afectar a los datos personales en aplicación del Reglamento General de protección de datos. En concreto, se elimina la información sobre la identidad de los titulares de cualquier valor que incluya derechos de control especiales y la información sobre la identidad de los titulares de acciones con derechos de voto múltiple sólo tendrá que proporcionarse si representan más del 5% de los derechos de voto de todas las acciones de la compañía.

.- Por último, se amplía de 5 a 7 años el plazo para que la CE presente el **informe de revisión** al PE y al Consejo y de 4 a 6 años el plazo para que los Estados Miembros faciliten a la CE la información para preparar dicho informe. El plazo para la transposición de la Directiva es el mismo que en la propuesta de la CE.

Borrador de informe del Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del PE de 14 de junio de 2023 sobre la propuesta de la Comisión (cerrado el plazo de enmiendas el 7 de julio de 2023)

El ponente (*rapporteur*) del informe acoge con satisfacción la propuesta de la Comisión y su enfoque de que las sociedades deberían poder elegir las estructuras de gobernanza que mejor se ajusten a su fase de desarrollo si bien propone los siguientes ajustes:

.- Para aumentar el atractivo de la cotización en la Unión, la opción de estructuras con derecho de voto múltiple no debería limitarse a los mercados de pymes en expansión sino **expandirse a todos los mercados regulados**.

.- **Para lograr una mayor armonización, los Estados Miembros podrán mantener en vigor (pero no introducir nuevas) disposiciones nacionales** que permitan a las sociedades adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en situaciones no cubiertas por la Directiva.

.- En materia de **salvaguardias** que permitan mantener un alto nivel de confianza en el mercado, las modificaciones propuestas son las siguientes: en primer lugar, se introduce una disposición obligatoria para evitar que los derechos de voto adicionales asociados a las acciones con derecho de voto múltiple sigan existiendo después de un período de diez años (***sunset clause* o cláusula de extinción obligatoria basada en el tiempo**);

en segundo lugar, para limitar el impacto de los votos de las acciones con derechos de voto múltiple, se introduce lo siguiente: a) una **ratio máxima** entre los derechos de voto asociados a las acciones con derechos de voto múltiple y los derechos de voto asociados a las acciones con menos derechos de voto **que sólo puede oscilar entre una ratio de uno a dos y una ratio de uno a cinco**; b) el requisito, al igual que en la propuesta del Consejo, de que **las decisiones de las juntas generales sujetas a votación por mayoría cualificada**, con exclusión del nombramiento y destitución de directivos, así como **las decisiones operativas** que deben tomar los directivos y someter a la aprobación de la junta general de accionistas, se adopten o bien por una mayoría cualificada (según la legislación nacional), tanto de los votos emitidos como de la proporción del capital social representado en la junta o del número de acciones representadas en la junta o bien por una mayoría cualificada (según legislación nacional) de los votos emitidos sujetando, a su vez, a una votación independiente cada clase de acciones cuyos derechos se vean afectados y c) se introduce como **obligatorio** (a diferencia del texto de la CE en el que es una salvaguardia adicional que pueden adoptar los Estados miembros) el requisito de que los derechos de voto adicionales **no puedan utilizarse para bloquear la toma de decisiones** destinadas a prevenir, reducir o eliminar los efectos adversos **sobre los derechos humanos o el medio ambiente** relacionados con las actividades de la sociedad de que se trate.

.- Los Estados Miembros podrán prever **salvaguardias adicionales** para garantizar la protección adecuada del interés de los accionistas que no posean acciones con derechos de voto múltiple. La diferencia con el texto de la CE es que en la versión del PE no se ponen ejemplos sobre cuáles podrían ser estas salvaguardias, además de ser obligatoria (como se indica arriba) la cláusula de extinción por el transcurso de 10 años.

.- En cuanto al **régimen de transparencia**, el considerando 13 in fine señala que **la información pública deberá ser actualizada periódicamente** y siempre que se produzca un cambio significativo en la titularidad o el control de las acciones con derechos especiales de voto. Además, se introduce la obligación de que las sociedades con derechos de voto múltiple cuyas acciones se negocien o vayan a negociarse en un mercado regulado o en un mercado de pymes en expansión deberán **tener un nombre bursátil que termine con el marcador “WVR” (Weighted Voting Rights o derechos de voto ponderados)** para notificar claramente al público que su estructura accionarial es distinta de las acciones tradicionales. Las ANC y los mercados de pymes en expansión promoverán que los inversores comprendan y tengan presente el marcador WVR y el impacto en los derechos de voto asociados a la inversión en sociedades con estructuras de acciones.

.- **Se reducen los plazos para la emisión del informe de revisión por la CE y para la trasposición de la Directiva a derecho nacional.** El informe de revisión se presentará en un plazo de tres años desde la entrada en vigor de la Directiva con la información facilitada por los Estados Miembros a más tardar dos años desde la entrada en vigor. El plazo para la trasposición a derecho nacional se acorta de dos años a un año.

Enlaces de interés:

[Propuesta de Directiva sobre estructuras de voto múltiple en compañías que buscan la admisión a negociación de sus acciones en un mercado de PYMES en expansión](#)

[Propuesta del Consejo de 14 de abril de 2023](#)

[Borrador de informe del Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del PE de 14 de junio de 2023 sobre la propuesta de la Comisión \(cerrado el plazo de enmiendas el 7 de julio de 2023\)](#)