

## Novedades legislativas

---

### NUEVA DIRECTIVA DEL PARLAMENTO Y DEL CONSEJO 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

---

El pasado 23 de octubre de 2024 se firmó el acta que pone fin al procedimiento de aprobación de la [Directiva del Parlamento y del Consejo](#) relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en sistemas multilaterales de negociación.

La Directiva pretende disminuir los obstáculos normativos que surgen en la fase previa a la admisión a cotización de sus acciones en esos sistemas multilaterales de negociación a fin de promover el acceso a los mismos. En particular, en el caso de PYMES con el objetivo de hacerlas menos dependientes de la financiación bancaria.

La Directiva entiende que los accionistas miembros de sociedades que gestionen PYMES serán más proclives a acudir a la financiación a través de sistemas multilaterales de negociación si pueden utilizar estructuras accionariales de voto múltiple (*dual-class shares*). Si utilizan estos canales multilaterales de negociación podrán conservar un control suficiente de su empresa tras el acceso al mercado.

Con ella se trata de **eliminar las diferencias entre las legislaciones nacionales de los Estados miembros** en esta materia. La situación en la Unión Europea, en efecto, dista mucho de ser uniforme. Esta clase de acciones se admite, por ejemplo, en Países Bajos o en Finlandia. E incluso en Alemania, que las introdujo en 2023 por medio de [la Zukunftsfinanzierungsgesetz](#) —ZuFinG— a pesar de ser un país tradicionalmente contrario a la introducción de estas estructuras.

La modificación se justificó en que, con la introducción de esta clase de acciones los centros de negociación alemanes resultarían más atractivos para los inversores. O al menos igual que los norteamericanos, en cuyo marco el incremento de las salidas a bolsa de empresas tecnológicas, start-ups y empresas en crecimiento desde la

# e-DICTVM

admisión a cotización de Google en 2004, se ha atribuido, en gran parte, a las acciones con derechos de voto múltiple, en la medida en que ofrecen un instrumento que permite mantener el control a los socios fundadores al tiempo que obtienen financiación a través del mercado.

Esta normativa viene, por tanto, a reabrir un debate clásico en el marco del Derecho de sociedades cual es el relativo a la vigencia del principio de proporcionalidad, que, en particular, en España, se ha considerado tradicionalmente básico en el ámbito de las sociedades anónimas. No así en las sociedades de responsabilidad limitada, en que el voto múltiple se admite sin discusión.

Sin embargo, en el ámbito de la sociedad anónima, tradicionalmente, la doctrina española ha configurado este principio como un mecanismo vertebrador de la sociedad anónima en la medida en que se considera que no es sino un fiel reflejo del principio de correlación entre el riesgo y el poder de decisión destinado a la protección del inversor, por cuanto atribuye el poder de decisión en el seno de la sociedad en proporción a la inversión realizada, lo que, a su vez, va unido a la aparición y desarrollo de la gran sociedad capitalista.

## *Dual Shares y Loyalty Shares*

La Directiva viene a eliminar este principio en un ámbito subjetivo más amplio que el previsto para las acciones de lealtad (*loyalty shares*), que solo están permitidas en las sociedades cotizadas.

Los dos instrumentos, *dual-class shares* y *loyalty shares*, comparten un común denominador pues ambos buscan reforzar el poder de ciertos accionistas. Sin embargo, operan de forma diferente y sus objetivos últimos también difieren sustancialmente. Así, mientras que las *loyalty shares* atribuyen un derecho de voto reforzado adicional a aquellos accionistas que mantengan sus acciones en cartera durante un período de tiempo prolongado —llamado ‘período de fidelidad’— buscando la implicación a largo plazo, las *dual-class shares* pretenden garantizar que el socio o socios de control conserven su poder de decisión de manera indefinida, una vez acceden a un sistema multilateral, que, en España sería el BME Growth de BME MTF Equity.

Al respecto debe tenerse en cuenta que, conforme a la Directiva, las acciones de voto múltiple podrán existir en aquellas sociedades que soliciten la admisión al mercado de

# e-DICTVM

PYMES en expansión, tengan o no la condición de PYME. Circunstancias que, sin duda, ocasionarán dificultades interpretativas en la incorporación de la Directiva.