

A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo (*)

I

El último sábado de febrero se reunió la Junta general de accionistas de la sociedad..., cuyo orden del día contenía un punto relativo a la *transformación* de un 20 por 100 de las acciones ordinarias, hasta ahora la única clase emitida por dicha compañía, en acciones de dividendo preferente *sin voto*, en los términos que finalmente refleja el acuerdo que a continuación se transcribe:

«Ofrecer a los señores accionistas la posibilidad de transformar sus actuales acciones nominativas, ordinarias, de 500 pesetas nominales cada una, con derecho a voto, en acciones preferentes sin voto que otorgarán derecho a un dividendo especial equivalente al 50 por 100 del que se acuerde repartir para las acciones ordinarias y que no será en ningún caso inferior a 100 pesetas. Resultará de aplicación a dichas acciones lo dispuesto en el artículo 91 de la Ley de Sociedades Anónimas y además gozarán de un derecho de opción a volverse a convertir en acciones con voto por quintas e iguales partes mediante sorteo al final de los años 6.º, 7.º, 8.º, 9.º y 10, a contar desde el momento en que se produzca el estampillado correspondiente a la transformación objeto de la actual oferta y a lo largo de un mes a contar de las fechas de dichos sorteos.

El número máximo de acciones objeto de la transformación ofrecida será el 20 por 100 de las actualmente emitidas, es decir, 1.472.800.

(*) Este artículo está destinado al homenaje jubilar del profesor Justino Duque.

El plazo para solicitar la transformación será de un mes a contar de la fecha en que se publique el correspondiente anuncio en *BORME* y en los boletines de cotización de las Bolsas de T y Z.

Si se recibieran solicitudes de transformación en número superior al máximo previsto, se observarán las siguientes reglas:

1.^a Atribución de las acciones sin voto solicitadas con el límite de una acción sin voto por cada cinco acciones ordinarias que se posean.

2.^a Si sobrasen acciones se atribuirán en proporción a las acciones solicitadas y no atendidas según la regla 1.^a, con redondeo en su caso a la baja.

3.^a Las restantes acciones que correspondieran a fracciones no enteras se asignarán de una en una, por orden de mayor a menor número de acciones solicitadas y no atendidas, según las reglas anteriores.

La transformación se llevará a cabo mediante estampillado de las acciones actualmente en circulación y con intervención de la sociedad o sociedades de valores de Bolsa que la compañía designe, expidiéndose en favor de los titulares de las acciones transformadas los documentos acreditativos de su nueva titularidad.

Todos los gastos que se deriven de la operación serán satisfechos por la sociedad.

Las acciones sin voto a que se refiere este acuerdo constituirán una serie, denominada "sin voto serie A", e irán numeradas de la uno a la que corresponda en función del resultado de la conversión y se documentarán como las actualmente existentes.

Solicitar la admisión de las acciones sin voto en que se transformen las actuales ordinarias tras la conversión, a cotización oficial en las Bolsas de Valores de T y Z y en el sistema del mercado continuo.

Facultar a la Comisión delegada permanente del Consejo de Administración para que lleve a cabo todos los actos necesarios para la más plena ejecución del presente Acuerdo, fije las condiciones de la operación en todo lo que no se haya previsto en el presente Acuerdo y para la inscripción del mismo en los Registros competentes, pudiendo incluso alterar, por así requerirlo los citados organismos, el contenido de este acuerdo en lo que fuere preciso.

E igualmente para que otorgue todos los documentos públicos y privados que sean necesarios a la más plena efectividad del presente acuerdo, así como para que, a propia determinación, pueda dar nueva redacción al artículo de los estatutos sociales relativo al capital social, determinado el número de acciones ordinarias y el número de acciones sin derecho a voto que compongan el mismo tras la conversión realizada».

Junto a este acuerdo llamativo, la Junta adoptó otros varios, entre los que se incluyen reformas de los estatutos sociales, una de las cuales (cuya admisión o rechazo por las instancias que deben prestar el visto bueno a esas modificaciones estatutarias desconocemos) resulta aún más original, pues previene que todas las acciones sin voto deberán ser tratadas en una OPA, en idénticos términos que las acciones revestidas de esa facultad que ahora trata de amputarse a una parte de las ordinarias.

II

El tema de la admisibilidad o rechazo de la fórmula accionarial diseñada en este acuerdo exige tener claro desde el primer momento que bajo la misma cifra de capital social existente con anterioridad se pretende ahora una reestructuración de las posiciones de socio acordada en una Junta constituida de conformidad con el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas y dirigida a producir una supresión del derecho de voto respecto de un 20 por 100 de las acciones integrantes de dicho capital a cambio de la concesión a esas mismas acciones de un dividendo preferente, sin que del acuerdo se desprenda voluntad de los socios de alterar en lo demás el contenido de derechos que venían disfrutando previamente las acciones ordinarias. No obstante la apariencia formalmente irreproachable de este acuerdo mayoritario, se suscitan numerosos problemas en relación a la suficiencia formal de la decisión de la Junta y su compatibilidad en el fondo con los principios inspiradores de la sociedad anónima.

Las cuestiones principales que esta situación plantea podrían resumirse provisionalmente en los puntos siguientes:

1.º Si con independencia de su método de creación las acciones llamadas «sin voto serie A» son verdaderas acciones sin voto o se trata más bien de una figura distinta y, en concreto, si se trata de acciones en sentido estricto o son títulos de participación de otro carácter (cuestión de calificación).

2.º Si los principios inspiradores de la sociedad anónima en nuestro Derecho permiten la libre creación de acciones sólo temporalmente desprovistas del voto u otras modalidades de acciones que configuran dicha facultad en forma distinta a la legalmente contemplada por el ordenamiento (cuestión de tipicidad).

3.º Si es cierto o no que tras la conversión de una parte de las anteriores acciones comunes en acciones preferentes sin voto se mantiene inalterada la posición jurídica que previamente disfrutaban las acciones ordinarias (cuestión de caracterización de las respectivas categorías).

4.º Si en esas circunstancias la división de las primitivas acciones

comunes en dos categorías diferentes con respecto al ejercicio del voto y a la percepción de dividendos se satisface o no mediante un solo acuerdo mayoritario (cuestión de perjuicio y votación separada).

5.º Si es posible dar nacimiento a una categoría de acciones desprovistas (de manera definitiva o transitoria) del derecho de voto por vía de simple transformación de otras ordinarias preexistentes (cuestión sobre la equivalencia del método de creación de las acciones sin voto).

III

1. Según es sabido, en nuestro Derecho la calificación de los actos y negocios jurídicos se determina preferentemente por su causa, entendida usualmente como la función económico-social típica que con carácter general cumple en todos los casos la figura jurídica de que se trate dentro de la vida real. Y es bien sabido igualmente que en el sentir de la doctrina que ha mostrado mayor sensibilidad para estos temas esa causa típica no debe aislarse del propósito práctico que anima a los particulares a celebrar tales actos o negocios en cada caso singular, determinando en consecuencia la necesidad de integrar a aquella finalidad abstracta (comprar, prestar, asociarse, etc.) con *la intención concreta* que en cada supuesto mueve la voluntad de quienes participan en el acto o negocio (criterio prioritario de interpretación de los contratos a tenor del art. 1.281 CC), lo que exige, en definitiva, la disposición del intérprete a reconocer en todos esos supuestos una cierta *relevancia causal* a los motivos, tal como de modo muy convincente patrocina la doctrina civilista ahora recordada (DE CASTRO, MORALES MORENO).

a) Situado el tema en estos términos, se puede aceptar que la función económica general que en todos los casos explica el uso de las acciones sin voto ofrece un doble carácter o fisonomía, ya que esas acciones vienen a institucionalizar, de un lado, el fenómeno del absentismo de los accionistas, facilitando al propio tiempo el financiamiento público de la sociedad mediante la recolección de un capital de riesgo que nutrirá sus recursos propios y cuya devolución se *aplaza* hasta la fase de liquidación, no siendo en consecuencia lícito el reembolso de tales acciones (como de cualquier otra) hasta tanto no se hayan satisfecho completamente los derechos de los acreedores mediante restitución de los llamados recursos ajenos.

Pero admitir que las acciones sin voto pueden satisfacer contemporáneamente esa doble finalidad es algo muy distinto a reconocer la licitud del uso independiente de esas dos funciones como si se tratara de piezas aisladas que pueden funcionar jurídicamente de forma autónoma, resultando por

tanto admisibles la una sin la otra. En este sentido, la configuración de tales acciones como un producto que puede servir alternativamente y de manera separada, a conveniencia de la sociedad, para fines de obtención de capital de riesgo o simplemente para reforzar el control que los administradores de la compañía (o, en su caso, los accionistas dominantes) venían disfrutando en la sociedad no es, ni mucho menos, tan nítida como pudiera sugerir la lectura de algunas opiniones doctrinales que, sin mayor profundización en las repercusiones prácticas de ese fenómeno, pudieran alegarse como pieza de justificación de la admisibilidad de la figura. No lo es, sencillamente, porque a causa de la prohibición de emitir acciones carentes de cobertura patrimonial, que hoy sanciona el artículo 47 de la Ley de Sociedades Anónimas, resulta imposible desde un punto de vista jurídico crear acciones sin voto, a menos que su importe nutra contemporáneamente la cifra del capital. No se nos oculta, como es obvio, que las ahora analizadas poseen esa cobertura anticipadamente; pero se nos reconocerá que no existiendo en la operación comentada ningún propósito de obtener financiación, aquella función conjunta de las acciones sin voto resulta ostensiblemente disociada mediante un uso alternativo del Derecho, cuya justificación nos parece más que discutible en tanto no se despeje una interrogante previa que ni el acuerdo referido ni aquellas posiciones doctrinales abordan suficientemente, a saber: si el reforzamiento del control de una sociedad, entendido como objeto *a se*, constituye un interés jurídico protegido por la Ley de Sociedades Anónimas. Y en este punto, aunque se puede aceptar que la consagración positiva de las acciones sin voto favorece en mayor grado el reconocimiento de tal propósito práctico, no es menos cierto que dicha orientación aparece supeditada a la exigencia institucional de facilitar la financiación de la sociedad, porque cuando tal exigencia general no concurre el principio general que cabe deducir de la Ley mencionada es justamente el opuesto, a saber: el legislador no sólo no considera el reforzamiento del control social como interés jurídicamente protegible en sí mismo, sino que rechaza claramente esa protección cuando autoriza a limitar el número máximo de votos que pueden expresar un solo socio o los pertenecientes al mismo grupo (art. 105). Si esta prevención frente a un control excesivo rige incluso respecto de acciones provistas de la facultad de votar y con cobertura patrimonial igualmente indiscutida, y dicho dato añadimos que éste es —por lo demás— el único caso en que la Ley permite romper la ecuación entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto (argumento *ex art. 50.2 LSA*), creemos que también se comprenderá mejor hasta qué punto el reforzamiento de dicho control, al margen de los supuestos inequívocamente institucionalizados por el legislador, no es nunca un interés que nuestro Ordenamiento considere protegible por sí mismo; y en consecuencia, el uso del artículo 105 para esos fines (del que tan abundantes ejemplos

ofrece la práctica española) debería impedir —dicho sea siquiera de pasada— la inscripción de aquellas cláusulas estatutarias en las que por la composición y estructura del accionariado de la sociedad de que se trate resulte manifiesto que la limitación del voto se establece para un fin contrario al perseguido por la Ley.

b) A nuestro juicio, las consideraciones anteriores son suficientes para entender el silencio que sobre este punto central guarda tanto el acuerdo comentado como el entendimiento que de esos temas manifiestan algunos ambientes profesionales. Pues en todos los casos en que las sociedades no precisan nuevos recursos financieros es bastante lógico conjeturar que las modificaciones de este estilo que pretendan llevarse a cabo sobre previas acciones ordinarias se explican de modo preferente (para no decir exclusivo) desde aquellas motivaciones orientadas al reforzamiento del control; lo entendemos así por más que abriguemos alguna duda (que no es del caso recordar) sobre la utilidad de una estrategia que, a nuestro parecer, bien puede suceder que se vuelva contra quienes la diseñaron. Pero dejando a un lado cuestiones de estricta apariencia personal, atendiendo una vez más y solamente a la intención de quienes van a ser parte en esos *negocios novatorios* que ahora intentamos calificar y tomando en consideración, en fin, el sentido de la causa tal como la misma se regula en el Código Civil (art. 1.274), es manifiesto que el juego de las contraprestaciones, de las promesas expresadas y los valores entendidos que presiden el diseño de este tipo de modificaciones jurídicas dirigidas a cambiar el régimen de las antiguas acciones ordinarias debe analizarse con especialísima prudencia; porque, como sucede en el caso que comentamos, sus consecuencias prácticas no llegan a percibirse a primera vista en la medida en que los acuerdos se nos muestran en apariencia notoriamente equilibrados. Lo que sucede es que las apariencias pueden ser engañosas, sin olvidar que la modificación del estatuto jurídico de las acciones de una anónima no es un asunto de carácter bilateral, sino que implica el cambio de un organismo plurilateral, abierto en consecuencia a la entrada de otras personas, y de modo muy especial cuando —como sucede en las sociedades cotizadas— las acciones en cuestión forman parte de un mercado impersonal y público. Por lo demás, aunque ahora dejemos igualmente de lado esa consideración (en la medida de que si la transformación fuera legítima por Ley común la interrogante a despejar sería únicamente la de su compatibilidad con la disciplina del mercado de valores) al considerar, siquiera como hipótesis de trabajo, que la ablación temporal del voto a unas acciones que antes lo tenían es un puro tema sinalagmático perteneciente a la vida social interna y al ámbito de las relaciones socio-sociedad, todavía nos quedaría por mencionar un aspecto de la transformación apuntada que contradice la esencia general de la causa como requisito del contrato, entendida ahora al

modo más empírico de la correspondencia o justificación del negocio. Porque siendo manifiesto que todo contrato supone la renuncia a ciertas cosas para conseguir otras y que cualquier negocio representa un programa de derechos y obligaciones que trata de compensar las ventajas con los riesgos, bien puede decirse —en el plano estrictamente bilateral antes comentado— que la modificación a realizar en un 20 por 100 de las acciones ordinarias carece en el caso planteado —y para decirlo a la manera anglosajona— de suficiente *consideration*. Lo entendemos de ese modo porque aun cuando en apariencia (luego veremos si efectivamente las cosas son así) cada parte obtiene en ese cambio de régimen sus propias *ventajas*, los riesgos de la operación más bien brillan por su ausencia en ambos lados de una relación jurídica que, bien miradas las cosas, no es tanto la relación socio-sociedad cuanto la muy distinta que se establece o media entre los administradores de esta última (cuya posición no se nos negará mantiene algún componente de fiducia como «representante leal», ex art. 127 de la Ley) y la mesa de accionistas desinteresados de la gestión.

Vista la cuestión desde este ángulo, parece que el socio que transforme (en todo o en parte) sus títulos anteriores en acciones sin voto va a percibir por una sola e idéntica aportación social (ya realizada con anterioridad y que en otro tiempo no se retribuía tan generosamente) un dividendo sensiblemente mayor, sin el riesgo de abdicar definitivamente de aquel componente político de la acción y con la garantía suplementaria de que si *medio tempore* existiera una OPA sobre la sociedad, cobrará por sus títulos el mismo dinero que se pague a los accionistas con voto; naturalmente suponiendo —cosa que nosotros no compartimos— que la cláusula al respecto prevenida en los estatutos reformados resultara oponible a los terceros tras su inscripción en el Registro Mercantil. Y si ese cambio de régimen lo miramos después desde el lado de los actuales ejercientes del control, bien puede decirse que tras la modificación aludida no sólo resultarán únicamente ventajas para ellos, sino que respecto de esos detentadores del control, más allá de las apariencias, se puede asegurar rotundamente que esa mejor posición la alcanzan sin riesgo ninguno: no sólo por la influencia de aquella cláusula estatutaria para desalentar penetraciones hostiles de terceros, sino porque la esperanza de mejora del dividendo que sugiere la modificación que se propone a los socios (como luego veremos, esperanza discutible), sumada a la de una próxima recuperación del voto contribuirán a limar posibles descontentos o la sensación de agravio comparativo entre los accionistas (que después se mencionarán al hablar del perjuicio de la categoría), permitiendo entre tanto disponer de mayor poder con el mismo número de votos; todo ello sin otro riesgo, en principio, que el retorno a la posición de partida cuando pocos años después las acciones en cuestión recuperen la

facultad de votar temporalmente perdida. Pero para ese momento es posible que estén ya suficientemente conjurados algunos intentos hostiles de entradas no queridas y ahora preocupantes; y es manifiesto, en cualquier caso, que se ha ganado un margen de tiempo (entre seis y diez años) para mejorar pausadamente y sin amenazas la antigua situación de control. Así pues, y desde cualquier punto de vista que se mire, tal es la finalidad más ostensible de la transformación que se pretende; finalidad que desprovista —según se ha dicho— de cualquier propósito de reforzamiento financiero de la sociedad, bien puede resumirse en un intento más que discutible de incrementar la ya bien nutrida panoplia de «blindaje societario» de la compañía en cuestión. Pero este propósito, que ahora pretende ponerse en práctica sin asumir contemporáneamente el coste económico necesario para robustecer ese control por la vía más natural y legítima que la Ley abre para todos los posibles interesados en él (esto es, aumentando a su costa la participación accionarial que disfrutaban en la compañía), resulta una práctica difícil de cohonestar con los principios inspiradores de los mencionados artículos 50 y 105 de la Ley de Sociedades Anónimas; y por su mediación, nos parece también escasamente compatible con los del Código Civil, empezando por el que proclama que la causa del negocio ha de existir y debe ser lícita (art. 1.275). Si las aportaciones sociales ya existentes podrían haberse retribuido mejor —según se deduce del incremento del dividendo que se propone— y la sociedad ha de establecerse *en interés común* de los socios —según exige rotundamente el artículo 1.666 de dicho texto legal—, habrá que preguntarse además por qué razón, en cumplimiento de esa perspectiva causalista, no se ha incrementado antes el dividendo. De momento dejaremos solamente planteada la cuestión, a reserva de lo que sobre este punto diremos en otro apartado.

c) Una vez identificado el sentido de la operación desde el criterio interpretativo que se desprende de la intención común de los intervinientes y analizada su más que discutible compatibilidad con las exigencias esenciales de la causa del negocio jurídico cualquiera que sea la manera que esta causa se mire (esto es, tanto en la significación objetiva o subjetiva que acostumbra a barajar el *Civil law* como desde la concepción más empirista anglosajona bajo la que el *Common law* entiende la llamada *consideration*), parece que estamos en mejores condiciones de determinar cuál puede ser la verdadera naturaleza de un negocio que, según hemos anticipado, presenta de entrada evidente *carácter novatorio*. Naturalmente, el concreto alcance de esa novación será mayor o menor, dependiendo de que las acciones a las que se priva temporalmente del voto mantengan la condición de tales (es decir, sigan atribuyendo la cualidad de socio) o que la modificación que tal pérdida supone transforme lo que antes eran inequívocamente títulos de participación social en un instrumento de inversión más próximo a las obligaciones.

Hacemos esta última consideración porque, como de todos es sabido, nuestra Ley reconoce hoy ciertos valores intermedios, y de modo especial las denominadas obligaciones convertibles y las indiciadas (por lo demás fenómenos acumulables entre sí), que al margen de finuras técnico-jurídicas no se diferencian demasiado, desde un punto de vista económico, del instrumento financiero que ahora pretende configurar la sociedad adoptante del acuerdo que motiva estas reflexiones. A nadie se le ocultarán, por otro lado, las ventajas que habría tenido diseñar un instrumento convertible de este tipo, porque a pesar de no disfrutar esas obligaciones de voto hasta que se convierten, su consideración como título potencial de participación social ha determinado que el legislador imponga su condición de destinatario nato de una OPA, cosa que, por cierto, no sucede con las acciones sin voto en ninguna de sus formas, para las que pretende inventarse ahora ese carácter que la Ley no les concede mediante una reforma *contre legem* de los estatutos sociales (argumento *ex art.* 1 RD de 26 julio 1991 que regula la materia); y por lo demás, como todo el mundo sabe, las obligaciones convertibles gozan también y al mismo tiempo de otros derechos típicos de la condición de socio, como puede ser el de suscripción preferente, en la medida que desde su emisión queda predeterminado un capital aumentado para darles cobertura. Ciertamente es, desde luego, que carecen esas obligaciones convertibles de otros derechos no menos significativos del socio (poder de convocatoria y asistencia a las Juntas, derecho de información, representación proporcional, etc.); pero no creemos que sea esa ausencia de prerrogativas de control lo que explica que la administración de la sociedad, tratando de reforzar el suyo, haya sido tan escrupulosa en este caso con unos derechos del accionista que, a la postre, resultan facultades más bien instrumentales respecto de un voto cuya supresión temporal —asunto mucho más importante desde la perspectiva del control— se asume decididamente. A nuestro parecer, si la novación pretendida no ha seguido el camino de transformar un 20 por 100 de las acciones ordinarias en obligaciones convertibles, se debe sencillamente a dos razones: la primera, porque una alteración de ese carácter tiene muy poca «presentación», ya que por escasa que sea la disposición de un accionariado disperso a colaborar en la vida social no le faltará —tratándose de una sociedad independiente de carácter local y mucho arraigo en plaza— una cierta *affectio societatis*, así como también una clara percepción popular, muy presente en este tipo de inversores, de que no es lo mismo ser obligacionista que socio o condueño de la empresa; y en segundo lugar, es manifiesto también que aquella transformación habría obligado a acordar una reducción del capital intermedia, abriendo cauce de ese modo a un derecho de oposición de los acreedores sociales que en el sector económico en que aquella compañía se mueve son eventualidades que nunca se han visto con buenos ojos.

Así pues, damos por descontado que con la transformación de referencia no se trata de privar a nadie, ni siquiera parcialmente, de la condición de accionista y que, por tanto, lo que se pretende *no es una novación extintiva*, sino otra alteración más débil de carácter simplemente modificativo, por más que afecte a un asunto tan importante como la pertenencia a una u otra categoría de acciones. Y esto pasa efectivamente por el mantenimiento de la naturaleza accionarial de la participación social que ahora trata de reestructurarse. Que el título resultante sean acciones sin voto típicas o atípicas y que en función de su respectivo carácter resulten finalmente admisibles o no dentro de las posibles categorías de acciones que permite nuestro Ordenamiento «es otra historia» —como se dice en el lenguaje coloquial—, cuya adecuada valoración hace necesario situar parcialmente el enfoque del tema en un diferente plano de tratamiento.

2. Cualquier observador desapasionado que sin mayor reflexión se acerque a la lectura del Acuerdo de la Junta general recogido en los antecedentes, se formulará seguramente ciertas interrogantes mentales similares a las siguientes: ¿No es cierto, como regla general (y según nosotros mismos hemos expuesto anteriormente), que el voto es un derecho consustancial a la cualidad de accionista? Porque de ser así resulta obvio que frente a una categoría de acciones desprovistas para siempre de esa facultad —cosa que inequívocamente reconocen los arts. 90 y sigs. de nuestra Ley— resultan de mejor condición aquellas otras acciones sin voto que incorporan una opción a recuperarlo y que se configurarían, por tanto, como acciones destinadas a retornar naturalmente a la expresión más genuina de la condición de socio. En segundo lugar, ¿existe alguna norma que prohíba dar nacimiento a este segundo tipo de acciones? Y por último, supuesto que la Ley regula la figura de las obligaciones convertibles que no disfrutando inicialmente la referida facultad acceden al voto cuando, como sucede en este caso, se ejercita la opción incorporada al título, ¿qué inconveniente puede haber entonces para aceptar como admisible en Derecho un instrumento análogo?

a) Tratando de dar respuesta a tales interrogantes, podemos empezar perfectamente por la planteada en último lugar, ya que nos permite proseguir sin solución de continuidad el hilo del discurso antes interrumpido sólo provisionalmente, al tiempo que nos da ocasión de precisar un poco más el tema de la naturaleza y calificación de los respectivos instrumentos. Porque de lo que ya llevamos dicho y de lo que inmediatamente se apuntará resulta manifiesto que la comparación entre una acción sin voto y una obligación convertible, seguramente válida a ciertos efectos, desemboca sin embargo en un *falso argumento de analogía* cuando por el afán de propiciar una

transposición indiscriminada de posibles equivalencias económicas a terreno jurídico se prolonga la validez de aquella similitud a planos de valoración que derechamente niega el ordenamiento. Es seguro, en efecto, que para disponer de instrumentos transitorios sin voto, pero capaces de llegar a tenerlo al cabo de cierto tiempo, tanto monta emitir convertibles como acciones sin voto; y es claro también que unas y otras conferirán además el derecho de suscripción preferente. Pero aquí acaba la simetría entre ambos instrumentos, que ya *no son análogos* en los que toca a su configuración como valores aptos para formar parte del capital social ni en su tratamiento en una OPA ni, por supuesto, con respecto al disfrute de otros derechos del socio. Lo que sucede es que las verdades a medias y las analogías parciales son muy útiles para asentar la validez de lo que un sector de la doctrina denomina, a partir sobre todo de ASCARELLI, el *negocio indirecto*, modalidad negocial que nuestros tratadistas miran con alguna reserva mayor desde la aportación de DE CASTRO, sobre todo ante el temor de que procurando alcanzar por otra vía lo que tiene un camino propio y perfectamente transitable mediante el recurso a la institución positiva que para esa concreta función dispone el Ordenamiento, el uso a esa vía alternativa pueda encubrir un fraude de la Ley. Ciertamente, no intentamos nosotros avanzar ahora incondicionalmente en esa dirección, pero se nos aceptará —cuando menos— que para la función práctica que pretendía la sociedad de referencia al configurar tan originales acciones sin voto la decisión de transformar antiguas acciones ordinarias en obligaciones convertibles con plazos de conversión coincidentes con las fechas previstas para optar a la recuperación del voto habría sido una solución institucional irreproachable si no fuera porque de esa alternativa —una vez más— sólo interesaban las ventajas, pero no han querido asumirse los inconvenientes.

b) Las consideraciones anteriores ya permiten avanzar algunas dudas sobre la admisibilidad de esta modalidad de acciones con opción a recuperar el voto en nuestro Derecho. Es cierto que ningún texto de la Ley de Sociedades Anónimas prohíbe (*rectius* expresamente) su existencia. Pero como diría el clásico, *verba legis non sunt lex*, sino que Ley es únicamente *quod principia demostrant*. En este sentido, el argumento de que todo lo que no esté expresamente prohibido resulta legalmente permitido, es seguramente incorrecto y manifiesta un cierto contenido retórico que siendo algo bastante consustancial con el *legal reasoning* sólo es legítimo en la medida que oriente derechamente en la búsqueda de aquellos principios inspiradores de la institución y siempre naturalmente que no incluya otras desviaciones sofísticas. Porque con el mismo estilo retórico de pensamiento jurídico podríamos preguntar nosotros (para intentar apoyar la posición contraria a la ahora criticada) si a falta de prohibición expresa pueden crearse infinitas categorías de acciones, entre ellas diferentes acciones sin voto o con voto

de quita y pon, en las que la modulación de dicha facultad se acomode al más absoluto capricho o, si se prefiere, a la conveniencia fugaz o transitoria de la sociedad emisora; categorías de acciones que, puestos a proseguir con interrogantes incómodas, preguntaríamos todavía si pueden estar compuestas cada una de un solo título (cosa que tampoco la Ley prohíbe) o que predeterminan un sistema de voto a plazos en que dicha facultad se va disfrutando y perdiendo en tantas ocasiones cuantas permita el resultado de dividir la duración efectiva de la sociedad por los períodos de pérdida y recuperación previstos de antemano; etc. Probablemente no tiene demasiado sentido prolongar este ejercicio hipotético que seguramente confunde más que aclara la cuestión planteada y que nos recuerda aquella frase de un conocido historiador francés cuando decía que puede ser muy instructivo hacerse preguntas, pero que a veces es muy difícil contestarlas.

Lo que sucede es que el Derecho ha de dar respuesta a las preguntas y debe tratar además de evitar aquellos planteamientos desequilibrados que entorpecen el correcto planteamiento de un problema. A tales fines, dicho tratamiento no puede ser otro que aquel desde el cual resulta posible identificar los principios generales y criterios de valoración que presiden la regulación positiva de cada institución. Y en este punto nos parece a nosotros bastante claro que desaparecida la vieja categoría de la *societas unius negotii* y transformando el contrato de sociedad en una institución de naturaleza *duradera*, la definición de cualquier categoría de acciones debe presentar de antemano ciertos rasgos de permanencia y estar potencialmente destinada a perdurar lo que dure la vida de la propia sociedad. Nos parece que esto es así al menos en nuestro Derecho, donde la previsión de una categoría de acciones *ad tempus* (como las llamadas «acciones rescatables» que lucían en el Anteproyecto que precedió al texto definitivo de la Ley vigente) no logró alcanzar finalmente carta de naturaleza al publicarse el Texto Refundido de la nueva Ley. Este elemento de hermenéutica jurídica no sólo tiene el valor de un precedente negativo en perspectiva histórica, sino que aporta además un criterio de interpretación lógica actual en el sentido de que, pudiendo llegar a crearse nuevas clases de acciones tantas veces como lo haga necesario la vida de la sociedad, tales categorías accionariales deben *en principio* estar destinadas a pervivir —según anticipábamos— el tiempo que alcance la vida de la sociedad; porque entre nosotros —mientras no se nos demuestre indubitadamente lo contrario— la condición de accionista, aun en la diferente configuración que a dicha cualidad confieran las diversas categorías de acciones, no se concibe como un conjunto de atributos de quita y pon, determinante de *status* jurídicos puramente transitorios. Puede haber ordenamientos, como sucede en el inglés, en que esa condición esté destinada a ser más corta que la vida de la sociedad; y sociedades hay con necesidades decrecientes de capital para la que tiene

algún sentido prevenir desde la fundación una amortización anticipada de puestos de socio. Pero como se comprenderá, se trata en ambos casos de una situación algo distinta de la ahora considerada, una situación que también resulta difícil de admitir en nuestro Derecho y en la que —en fin— la condición de socio se pierde íntegramente sin modificación parcial u ocasional de sus primitivos atributos. Por eso nos parece más digno recordar, como testimonio directo de los interesados acrecienta nuestras dudas sobre admisibilidad de la figura que proponen, que en el extenso *dossier* que se nos ha sido aportado sobre la práctica de las acciones sin voto en los distintos Ordenamientos europeos y norteamericanos no se haya recogido ninguna experiencia de *acciones sin voto reversibles*, para no seguir hablando ahora de acciones con votos de quita y pon o de votos *interrumpidos*, como en nuestro caso.

c) Desde esta perspectiva cobra un nuevo sentido la validez de aquella argumentación de ver en la opción para recuperar el voto que disfrutaban las acciones transformadas de la sociedad en cuestión un factor favorable a su admisibilidad, en la medida que garantizarían un pronto retorno de los títulos ahora novados a la posición ordinaria de accionista. Tal estimación contradice desde luego la idea de la permanencia de los rasgos definidores de la categoría a que antes aludíamos como criterio general de ordenación, aspecto que aún se comprueba mucho mejor si se tiene presente que funcionando nuestra sociedad desde hace muchos años con sólo acciones ordinarias y recuperado ese mismo carácter posiblemente por todas o la mayoría de las transformadas entre seis y diez años después de su novación, las llamadas «acciones sin voto serie A» resultan ser, por cierto, un paréntesis absolutamente efímero en la vida de una sociedad que fue constituida en 1889. Llamamos la atención, por lo demás, sobre la rotulación que pretende darse a esas acciones (serie A) por cuanto parece sugerir la próxima aparición de otras series más típicas (y seguramente también más duraderas) que hacen planear todavía mayores dudas sobre el encuadramiento de unas y otras dentro de la misma categoría y permiten dudar más radicalmente de la consideración de las primeras como verdaderas acciones sin voto, es decir, como una modalidad de las mismas simplemente atípica pero no prohibida. A nuestro juicio, los argumentos en contra de esa calificación suben de punto cuando se advierte que tales acciones no sólo son atípicas, sino que sobre todo *no son acciones sin voto*. Empíricamente podrá decirse que tales acciones carecen de voto *actual* pero no será fácil aceptar jurídicamente que no tienen derecho de voto en absoluto, ya que ostentan de antemano un derecho adquirido de carácter potestativo a poder disfrutarlo por la sola voluntad de su titular, que además se configura a término fijo y predeterminado (*certus an* y *certus quando*). Y ese atractivo o «caramelo» que la llamada «ingeniería financiera» pone a este intento de transformación

de acciones ordinarias en acciones sin voto traiciona rotundamente aquella calificación de acción sin voto, evidenciando que tales instrumentos, después de haberlo tenido disponen todavía de un derecho de voto en formación, generador de expectativas jurídicas muy precisas, cuya protección —por cierto— la sociedad no ha diseñado con el mismo cuidado; seguramente porque no pretende frustrarlas y piensa dar curso a la opción con la máxima buena fe una vez resuelto el problema que ahora le preocupa. Pero no es dudoso que esa característica separa directamente las acciones en cuestión de aquellas otras acciones sin voto en las que están pensando la Ley, en las cuales la recuperación de dicha facultad (*incertus an e incertus quando*), lejos de ser un derecho potestativo del socio individual se configura como un *mecanismo de garantía* de carácter colectivo y propio de la categoría en su conjunto, que funcionará para todos sus componentes al mismo tiempo y siempre de igual manera en caso de frustración de la preferencia sobre las ganancias que dicha categoría tenga reconocida.

Al llegar a este punto se comprueba también mucho mejor en qué medida lo que los interesados tratan de presentar ahora como un simple fenómeno de atipicidad admisible esconde en realidad una decisiva alteración de los factores de equilibrio sobre los que el legislador ha construido la coexistencia de las acciones sin voto con respecto a las ordinarias. Las ordinarias son tales en la medida que disfrutan de una facultad que nunca tendrán aquellas, que, por su parte, compensan la pérdida del voto con mayor derecho sobre las ganancias y el privilegio de no soportar las pérdidas en los términos previstos en el artículo 91 de la Ley. Tal es el *standard* de privilegios y postergaciones correlativas que definen el marco de diferencias admisibles entre ambas categorías. Pero cuando nos encontramos con unas acciones que van a disponer de voto en breve espacio de tiempo, que mientras tanto pueden llegar a recuperarlo *ex lege* si no se satisface la preferencia y que van a disfrutarlo en cualquier caso, incluso cuando dicha preferencia se respetó religiosamente y aunque otros accionistas hayan tenido que sufrir mientras tanto en solitario la amortización de sus títulos por reducciones de capital acordadas *medio tempore*, llegaremos muy sencillamente a la conclusión de que, sumada la posibilidad de recuperación automática del voto *ex lege* (función de garantía) con la recuperación prevista *ex voluntate* (derecho de opción o potestativo), las presuntamente atípicas acciones sin voto serie A de la sociedad de marras esconden en realidad un superprivilegio que rompe el balance jurídicamente aceptable entre ambas categorías, transformando durante ese mismo período de tiempo las mal llamadas acciones ordinarias en *acciones auténticamente postergadas*.

d) La ilicitud de esta postergación no alcanzamos a verla desde la contemplación de los principios inspiradores de la sociedad anónima que

marcan los límites inmanentes al juego de la autonomía privada en este tipo social por dictado expreso del artículo 10 de su Ley reguladora; y tratándose además en nuestro caso de una novación de un contrato de masa en el que el accionariado disperso en Bolsa puede adherirse o no a la transformación pretendida, pero nunca contribuir a conformar el contenido del negocio por su autónoma voluntad, deberemos concluir que si aquellos principios inspiradores de la sociedad anónima no existieran (y en lugar de ser la regulación de este tipo social un régimen de *disposiciones normativas* fuera un marco legal dispositivo) habría que llegar también a idéntica conclusión negativa por aplicación de las reglas de la *buena fe y justo equilibrio* de las prestaciones que para el control del contenido de los negocios de adhesión previene el asimismo artículo 10 de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios. Hacemos esta última afirmación porque siendo conscientes de que los Ordenamientos más evolucionados excluyen del ámbito de aplicación de la legislación sobre el control de las condiciones generales el referente a los negocios incluidos en el contrato de sociedad (v.gr., en Alemania), entendemos que esa exclusión tiene que ver con la idea de quien invierte la riqueza no puede ser económicamente un consumidor y, sobre todo, porque la regulación societaria aporta mediante aquellas disposiciones normativas sus propios límites inmanentes frente a condiciones impropias o abusivas. Pero allí donde esos límites no existen, vuelven naturalmente por sus fueros las normas generales sobre protección de la llamada «parte más débil» (que en el caso de las sociedades cotizadas no es otra cosa que el público inversor ajeno a las instancias de control que predeterminan el contenido de los acuerdos, luego vinculantes para un accionariado disperso), de modo muy especial si —como sucede en nuestro Derecho— la Ley general no excluye de su ámbito de aplicación aquellos negocios jurídicos propios de las relaciones intrasocietarias.

Pero al margen de esa posible aplicación supletoria de otras disciplinas de Derecho común, el excedente de privilegio que acompaña a estas acciones sin voto *ad tempus*, frente al régimen típico de las acciones sin voto en sentido estricto, debe enjuiciarse con la máxima prevención porque, aparte de introducir el fantasma de posibles fenómenos de desigualdad entre las distintas categorías de acciones sin voto (fenómenos difíciles de sopesar de antemano), ni uno solo de los textos de la Ley de Sociedades Anónimas da pie para considerar conforme a la estructura del tipo social que entre las acciones comunes u ordinarias y las acciones sin voto *secundum legem* sea posible la articulación de un *tertius genus* que funciona *preter legem*, es decir, primero como acción ordinaria, después como acción sin voto y que, tras recuperar éste, vuelve finalmente a convertirse en acción común. Tal reversibilidad de la posición jurídica de esas acciones no parece incompa-

tibie con el modelo típico positivamente sancionado por el legislador porque traiciona el régimen legal que preside el estatuto jurídico de cada una de las dos categorías mencionadas. Realmente lo que aquí existe es sólo una suspensión temporal del voto, suspensión que para las ordinarias la Ley sólo autoriza en caso de demora en el pago de dividendos pasivos como compensación al incumplimiento de deber de aportación (art. 44). Y la recuperación de dicha facultad traicionan también el estatuto de las acciones sin voto por la sencilla razón de que en esas acciones tal repercusión del voto es un fenómeno jurídico que la Ley contempla y regula de una determinada manera, concretamente también como compensación al incumplimiento, en este caso por parte de la sociedad, de su deber de satisfacer el dividendo preferente mínimo. Por eso decíamos que el diseño legal para regular la recuperación del voto se configura como una suerte de *cláusula de garantía*, que no como un superprivilegio que por la autonomía de la voluntad permita superponer a una preferencia ya adecuadamente satisfecha la sobrecompensación de retornar a la condición ordinaria. En realidad, no se sabe bien si las acciones en cuestión son una mezcla de acciones sin voto y sin él o derechamente ninguna de las dos cosas; y como quiera que el artículo 50 de la Ley no autoriza a romper la ecuación entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto salvo en las concretas manifestaciones que ella misma regula (arts. 90 y sigs., por un lado, y 105, por otro), parece bastante claro que los principios que inspiran la regulación de este tipo social no tratan de fomentar híbridos de acciones con voto y sin él ni tampoco, como regla general, la atipicidad con respecto a la disciplina del voto.

3. De lo dicho anteriormente no sólo se deduce que en las acciones sin voto *ad tempus* concurren algunos elementos que, más allá de la simple atipicidad, presentan perfiles *contra legem*. Además de ello no es exacto en absoluto que tras la transformación se mantengan inalteradas la posición jurídica común que disfrutaban las ordinarias, cosa que —por otro lado— es bastante normal cuando vienen a multiplicarse las categorías de acciones que con intereses contrapuestos conviven en la sociedad. Para apreciar las consecuencias que esa transformación introduce en la posición jurídica de las primitivas acciones ordinarias nada mejor que repasar el contenido de derechos de las respectivas categorías, haciendo hincapié, sobre todo, en los singulares privilegios que van a recibir las transformadas.

a) Tras la reforma de la Ley de Sociedades Anónimas el año 1989, ninguno de los socios ordinarios puede pretender un derecho adquirido a que la sociedad se abstenga de crear acciones privilegiadas sin voto. Pero seguramente le asiste cuando menos lo que podríamos llamar un efecto reflejo del Ordenamiento jurídico en el sentido de que tales acciones sin

voto se ajusten al marco de la Ley y no se configuren de manera injustificadamente lesiva para sus intereses. Hacemos esta última afirmación porque ya queda dicho que en el caso de las acciones sin voto *ad tempus* que ahora trata de articular la sociedad, bien analizada la correlación o balance entre las primitivas acciones ordinarias y las preferentes con voto meramente suspendido, se observa que las últimas aparecen adornadas de un *superprivilegio* que no acompaña a las acciones sin voto en sentido estricto (o acciones sin voto para siempre), tal como positivamente vienen contempladas en los artículos 90 y siguientes de la Ley. Podríamos añadir a este respecto que si el rasgo distintivo de una categoría es —según se ha dicho expresivamente por la doctrina— «aquel *quid* de más o menos o de diverso que diferencia a una clase respecto de otra u otras» (MIGNOLI), bien podemos concluir que en el caso de las diferentes acciones de nuestra sociedad las llamadas acciones ordinarias serían conjuntamente preferentes (por el voto) y postergadas (por el dividendo y el régimen de la reducción por pérdidas) respecto de las acciones sin voto en sentido estricto; postergación que sube de punto respecto de aquellas otras que sólo carecen de voto de manera transitoria, ya que al cabo de poco tiempo, sin haber sufrido eventuales reducciones por pérdidas y habiendo percibido en todos los casos los dividendos en cuantía superior —y en los supuestos normales hasta de doble carácter (ordinario y preferente)— volverán además a disfrutar el voto, lo que constituye una suerte de ventaja añadida —naturalmente no indefinida, pero a la postre, y según veremos, tampoco la única— en la que estriba precisamente aquel *quid* de más y de diverso que caracteriza su estatuto jurídico tanto frente a las ordinarias como a las preferentes sin voto en sentido estricto.

b) Junto a este posible excedente de privilegio ofrecen las acciones sin voto *ad tempus* ahora consideradas algunos más. El primero de ellos —asimismo muy evidente— consiste en ser valoradas como si lo tuvieran en ocasión de una OPA por aplicación del artículo correspondiente de los Estatutos reformados si consideramos que tal cláusula puede efectivamente entrar en funcionamiento. Nosotros no lo creemos así porque atenta derechamente contra el postulado de paridad de tratamiento entre los accionistas, que no sólo es un principio inspirador general de todo el Derecho de sociedades, sino que aparece explícitamente incorporado además a la disciplina positiva que con carácter de *orden público* regula las ofertas públicas de adquisición desde el Real Decreto de 26 de junio de 1991. En efecto, varios de sus textos imponen la necesidad de tratar por igual a los titulares de valores de la sociedad afectada por la OPA que se encuentren en iguales circunstancias; y en consecuencia, prohíben también, esta vez interpretados a *contrario sensu*, dar idéntico tratamiento a quienes se encuentren en situaciones distintas (v.gr., art. 10 del Reglamento de OPAs). Pero cualquie-

ra que sea el resultado que corre este intento de reforma de los Estatutos, no es dudoso que por el solo hecho de proponerlo para su aprobación en la Junta los responsables de su convocatoria han dejado constancia inequívoca de su disposición a promover este trato discriminatorio, de cuyo alcance dudamos sean plenamente conscientes el resto de los accionistas.

c) Pero es que, sin necesidad de insistir mucho más en este privilegio desproporcionado, al reflexionar sobre el verdadero alcance de la opción a recuperar el voto entre el sexto y décimo año a partir de la novación que se pretende, no podemos dejar de advertir el nuevo factor de discriminación que esa opción introduce, no ya frente al resto de los accionistas con voto, sino incluso en la posición jurídica de aquellos socios desinteresados de su ejercicio que no logren transformar en acciones sin voto todas sus anteriores acciones ordinarias. Porque en este caso, que también es el más probable, por una misma aportación antecedente y ya efectuada se van a encontrar con una titularidad accionarial de doble fisonomía y muy diferente alcance. Hacemos esta afirmación porque estamos convencidos que con una información adecuada sobre las consecuencias de la transformación pretendida todo el accionariado disperso de la sociedad ajeno a la gestión debería aspirar a que se le convirtieran en acciones sin voto el ciento por ciento de las que componían su previa participación accionarial ordinaria. Si esa transformación no va a tener consecuencias desfavorables en una OPA —y a los efectos de asistir como convidado de piedra a las Juntas de trámite (o alternatively ceder su representación en las mismas a los gestores), resulta claramente preferible cobrar más dividendos por la abdicación de un derecho en cuyo ejercicio se está de antemano desinteresado y que no se perderá definitivamente—, nos parece que la solicitud de transformación de acciones ordinarias en títulos sin voto resultará seguramente masiva. Y siendo esta la decisión más racional —no ya en aplicación de una sofisticada lógica económica, sino conforme al más elemental sentido común— hemos de llegar a la conclusión de que si efectivamente viniera a ponerse en marcha la transformación que se pretende, la operación desembocará forzosamente en un prorrateo. Pues bien, en estas condiciones fácilmente puede llegar a suceder que un mismo socio, incluso seguramente muchos de ellos, por más que estén íntegramente desinteresados en la gestión, acaben ostentando una doble titularidad accionarial y reciban diferente trato por idéntica aportación y un mismo comportamiento abstencionista, a saber: recibiendo, de un lado, una importante compensación económica por aquella categoría de acciones desprovista del voto, lo que sobre no suponerle ninguna lesión a un interés inexistente le ahorrará el esfuerzo de delegar el voto singularmente en cada Junta; mientras que por las acciones ordinarias que mantengan sin transformar y sustentadas por una aportación de igual cuantía no recibirán compensación alguna, a pesar de sufrir ante cada nueva

reunión de la Asamblea la presión por firmar gratis, a conveniencia de los depositarios de esas acciones ordinarias, las correspondientes papeletas de representación. Que sobre la misma aportación la Ley admita resultados tan profundamente contradictorios nos parece francamente temerario y debe rechazarse por absurdo.

Vistas las cosas de ese modo, se advierte, por lo demás y en mayor grado, hasta qué punto esas mal llamadas acciones sin voto por vía de transformación no son realmente cosa muy distinta de una suerte de delegación de voto anticipada, de carácter permanente y además muy bien retribuida, por todo el tiempo que dure aquella suspensión transitoria de la facultad de votar. Por este lado, una vez más, se insinúan nuevos factores de contradicción con la estructura legal del tipo social, en la medida en que la normativa española sobre delegaciones de voto se configura como un asunto de *ius cogens* vinculado al «orden público» corporativo o societario y en consecuencia de carácter inderogable aunque medie la voluntad concorde de las partes.

d) Dejando a un lado esta última perspectiva, que reforzaría la calificación *contra legem* de la referida transformación, nos queda por comentar la última y, a nuestro parecer, más decisiva alteración que aquella modificación introduce en la posición jurídica de las primitivas acciones ordinarias. Porque es manifiesto que disociada la función financiera (consecución de nuevos recursos) y los objetivos de control que conjuntamente dan sentido a la institucionalización de una categoría de acciones sin voto, la utilización de esta clase de acciones para reforzar la influencia societaria sin aportar contemporáneamente nuevos medios económicos a la sociedad obliga a suponer, *ceteris paribus*, que la rentabilidad que se logre de los recursos sociales no va a variar sustancialmente; y en consecuencia, el superdividendo que nutre la preferencia de acciones temporalmente desprovistas del voto sólo puede provenir de una de estas dos fuentes, a saber: de una disminución de las ganancias que venían percibiendo los accionistas ordinarios o de una descapitalización de la sociedad o pérdida de sustancia patrimonial en beneficio exclusivo de los referidos titulares de aquel dividendo preferente. Por cualquiera de ambas vías, los que queden como socios ordinarios o, si se prefiere, el núcleo común de los accionistas por la parte que no logren transformar en acciones sin voto está subvencionando con la aportación antecedente el superdividendo de las acciones efectivamente transformadas. Y si esto no es un tracto claramente discriminatorio, por no decir rayano en la clásica prohibición del llamado *pacto leonino*, mucho nos gustaría saber qué entiende el Derecho de sociedades por discriminación.

4. Por lo demás, aun cuando no se compartieran las ideas anteriores sobre la ilicitud de la novación pretendida por su contradicción con los

principios inspiradores del tipo social, en aquellos aspectos que miran concretamente a la definición del *contenido* de derechos y la ponderación de postergaciones y privilegios legalmente admisibles a la hora de configurar los rasgos distintivos que respectivamente caracterizan a las acciones ordinarias y a las preferentes sin voto, nos parece que una vez analizada la incidencia que sobre la posición de las antiguas acciones ordinarias supondrá la aparición de esta nueva clase de acciones, será más fácil admitir también que aquella ilicitud existiría asimismo por puras razones de *forma* o, si se prefiere, por la concreta instrumentación dada a esa transformación mediante un acuerdo social al que seguramente faltan elementos de claridad e información suficiente antes y durante la celebración de la Junta y eventualmente una aceptación mayoritaria por los perjudicados de las consecuencias discriminatorias que tal acuerdo lleva consigo.

a) Supuesto que los privilegios que van a disfrutar la nueva categoría de acciones transitoriamente desprovista de voto no sólo rompen el justo equilibrio de preferencias y postergaciones previstas en la Ley, sino que manifiestan claros elementos de discriminación, hay que preguntarse si tal proceder queda suficientemente servido, en el plano procedimental, con el acuerdo y la opción previstas en la Junta general, o si más bien dicha operación pediría la estricta observancia de lo prevenido en el número 3.º del artículo 148 de la Ley de Sociedades Anónimas sobre protección de los derechos diferenciales de cada categoría de acciones y en aplicación del sistema más complejo de adopción de acuerdos en régimen de votación separada. Por el camino podemos intentar además dar alguna respuesta a una cuestión que habíamos dejado sin explicación en un apartado anterior, y en concreto a la pregunta de por qué razón no se ha mejorado antes en favor de todos los accionistas un dividendo que ahora van a disfrutar en mayor grado y alguno de los socios solamente.

Este último tema enlaza con la identificación de la sociedad como un contrato establecido, según decíamos, en interés común de los socios y que por la misma razón causal repudia el también aludido pacto leonino, convención prohibida, cuyo fantasma planea sobre esta operación por el desplazamiento de las pérdidas a los accionistas ordinarios y de las ganancias a los que transformen sus acciones en preferentes sin voto, según se desprende de la novación analizada; y fantasma, en fin, cuyo solo recuerdo parece que debería haber exigido extremar de antemano unas cautelas formales que ahora no se aprecian y sobre las que volveremos en seguida. Lo que sucede es que probablemente ese mayor dividendo no habría sido posible repartirlo a todos los socios sin comprometer, más de lo que ahora se compromete, el patrimonio social; o no habría sido cuando menos repartible en idéntica medida a la que esa mayor cuota de ganancias se concede ahora

a una sola parte de los accionistas. Pero interesa dejar claramente sentado que, bien miradas las cosas, tal proceder no es la solución más justa aunque dicha mejora esté abierta parcialmente a todos los accionistas; la solución más justa habría sido mejorar el dividendo de cada una de las acciones en la menor cuantía que autorice el reparto igualitario de la cantidad que está previsto destinar a satisfacer la preferencia de los accionistas desprovistos de voto sin mengua del patrimonio. Lo contrario supone que la Administración está reforzando el control a costa del acervo común.

Y el segundo tema formal que nos interesaba comentar nos coloca, por su parte y una vez más, ante un aprovechamiento de dos diferentes vías institucionales, de cada una de las cuales se asumen las ventajas pero no los inconvenientes. Porque a efectos de instrumentar un cambio del estatuto jurídico de los socios que supone consecuencias para cada accionista *uti singuli* y del que contemporáneamente van a derivar dos categorías de acciones, cada una de las cuales se perjudica y se beneficia a su manera, el Ordenamiento jurídico sólo conoce dos vías alternativas: o el consentimiento unánime de todos los afectados, o el sistema de doble acuerdo y votación separada. En nuestro caso se ha articulado —hemos de reconocer que muy brillantemente— un sistema híbrido que suplementa un acuerdo mayoritario simple con una cierta recuperación del régimen de consentimiento individual en ocasión de la solicitud de transformación de las viejas acciones, dando por supuesta una muy discutible interpretación del silencio, según la cual de *qui tacet consentiré videtur*; y en consecuencia, que quien no reclama el cambio de sus acciones ordinarias por otras sin voto está asumiendo el perjuicio que aquella transformación puede reportarle.

b) La corrección de este proceder es difícil de destruir a primera vista. Y mucho nos tememos que más de uno pensará que nuestra aproximación al tema en el sentido de considerar como *vicio de forma* falta de votación separada se interpretará, más que como una exigencia de respeto a los dictados de la Ley, como una suerte de prurito formalista que viene a traicionar sin justificación la verdadera realidad del sustrato accionarial que en ese momento toma un acuerdo que va a afectar por igual a todos los socios. A estos efectos hemos de reconocer que efectivamente las condiciones de transformación y las reglas de prorrateo son idénticas para todos (lo que podría sugerir que no existe discriminación); y hemos de convenir igualmente que adoptado ese acuerdo mayoritario por la única categoría de acciones existentes a la fecha de la Junta general que decide la transformación, son también en apariencia todos y además los mismos socios que nutren aquella categoría precedente —y que eventualmente también integrarán después (en todo o en parte) la nueva que pretende crearse— los que de manera subjetivamente indivisible —como corresponde a la unidad de cada persona— otorgan su adhesión inequívoca a una determinada fórmula

de transformación. Permítasenos, sin embargo, aportar algunas sugerencias que autorizan a dudar una vez más de la consistencia de ambas argumentaciones, empezando por un aspecto que comparten una y otra y que asimismo ya fue anticipado de pasada. Nos referimos ahora al hecho de que en una sociedad abierta como es por naturaleza la sociedad anónima, y mucho más cuando se trata de una sociedad cotizada en Bolsa, el perjuicio colectivo de cada categoría no es un asunto exclusivo de los socios presentes, sino que compromete el *status* de los accionistas futuros, quienes tienen el interés de no tener que llegar a padecer las consecuencias de acuerdos de la Junta o reformas de los Estatutos que no se hayan adoptado con el respeto más escrupuloso de una legalidad de la que va a dar testimonio la inscripción de tales acuerdos o reformas en el Registro Mercantil. Y desde este punto de vista, un consentimiento individual, sobre todo si sólo se configura como tácito o presunto, ofrece seguramente menores garantías que la discusión colectiva de cada una de las categorías implicadas en el seno de Juntas especiales funcionando en régimen de votación separada.

Por este lado, se relativizan también algunas de las imputaciones formalistas que podrían hacerse a nuestra posición crítica, al menos en el sentido antes apuntado de que se trata de una aproximación al tema que viene a ignorar que un mismo sujeto no puede, salvo situaciones de doble personalidad o esquizofrenia, experimentar de manera distinta una fenomenología jurídica que por definición ha de afectarle unitariamente. La evidente dualidad de esa fenomenología jurídica, se nos dirá quizá, podrá determinar —como sucede siempre que se ponderan ventajas e inconvenientes— que la voluntad de cada socio se decante más hacia una alternativa que a la otra, pero nunca llevará a que un mismo sujeto apruebe (o rechace) como ordinario lo que está dispuesto a repudiar (o bendecir) actuando como preferente. Lo que sucede es que, razonando de este modo, el especioso argumento de la identidad del titular de una y otra posición jurídica descubre su debilidad intrínseca muchísimo más fácilmente, advirtiéndonos sin lugar a dudas de que por esa vía se ha pervertido el sentido de la Ley, cuyo régimen está pensado en el perjuicio colectivo de un grupo y no en la suma de los individuales de singulares personas. Dicho de otro modo, lo que la Ley trata de eliminar no es el perjuicio de este o aquel socio, sino el daño de la categoría, cuyos componentes poco importa si son los mismos que componen otra u otras o se trata de sujetos distintos; aparte de otras razones, por la ya señalada de que en las compañías abiertas los componentes de cada una de ellas están destinados naturalmente a variar con alguna fluidez. Si aceptáramos (a efectos puramente argumentativos) que los mismos socios ordinarios ahora considerados, ejercitando derechos de suscripción, han accedido proporcionalmente y absolutamente todos a una hipotética categoría preferente sobre la cuota de liquidación (para no tener que ponderar

privilegios de la misma clase), una categoría igualmente existente en la sociedad antes de la adopción del acuerdo novatorio que ahora analizamos, estamos seguros que pocos nos negarían la necesidad de aquella votación separada por más que los componentes de las dos categorías antecedentes (ordinarias y con privilegio sobre la cuota de liquidación) resultasen ser todas y las mismas personas.

Pero sin necesidad de suponer lo que no existe, resulta paladinamente claro que la compensación de eventuales pérdidas y ganancias en un solo patrimonio mobiliario (integrado conjuntamente por acciones ordinarias y temporalmente desprovistas de voto) quedará rota tan pronto como esa identidad personal se quiebre y algún socio venda a terceros acciones de una sola clase. Para este caso habrá que extremar las exigencias de transparencia, tratando de «ayudar» al mercado a que refleje adecuadamente en sus precios esa situación diferencial. Y a lo mejor así conseguimos que las Bolsas españolas sean las únicas del mundo en que las acciones sin voto no cotizan por bajo de las ordinarias.

c) Por ese conjunto de razones nos inclinamos a pensar que, en el caso comentado, aunque los socios hayan votado el acuerdo en Junta general, deben ser específicamente convocados a una Junta especial que habrá de aprobar o rechazar aquel acuerdo desde la concreta apreciación no tanto del interés social más genérico o común, sino desde la valoración de ese mismo interés con una óptica que tenga presente la posible postergación y trato discriminatorio que los accionistas ordinarios (presentes o futuros) van a experimentar tras la aparición de las nuevas acciones. Es ese perjuicio concreto, y no la abstracta transformación para un mismo sujeto que compensa *commoda e incommoda* en la propia esfera patrimonial, lo que tiene que deliberarse y decidirse en régimen de votación separada. Y entendemos que ello es así, a menos de confundir dos conceptos que conviene tener muy claramente diferenciados: a saber que no es lo mismo una *categoría de accionistas* (concepto subjetivo y variable) que una *categoría de acciones* (conjunto objetivo de título de la misma clase, por razón de los derechos y obligaciones que incorporan de modo permanente, cualquiera que fueren en cada momento sus concretos titulares).

Llegados a este punto, interesa menos reiterar la existencia de discriminaciones sustanciales para quienes, sin particular acceso a la gestión, se mantengan como accionistas ordinarios. Y nos parece que la simple remisión al repertorio de privilegios no explícitos que disfrutarán las nuevas acciones sin voto, sobre todo a costa de la eventual descapitalización de la sociedad o de la cuota de ganancias de que venían disfrutando los accionistas ordinarios, nos exime por el momento de mayores profundizaciones. ¡Ojalá el mercado acierte a traducir tan heterogéneos factores y algunos de naturaleza tan equívoca!

5. Nos queda finalmente un último aspecto por analizar que se refiere a un tema extraordinariamente vidrioso, como es el tocante a la legitimidad de la creación de acciones sin voto por vía de transformación. Huiéremos de asegurar de antemano a este respecto que la articulación jurídica de la fórmula apuntada habría exigido necesariamente una reducción de capital con amortización de un 20 por 100 de las posiciones ordinarias de socio y aumento correlativo de aquella cifra hasta la cuantía antecedente mediante creación de otras tantas posiciones preferentes sin voto cuyos nominales equivalgan asimismo al capital ordinario contemporáneamente amortizado. Dejaremos de lado esa posible presentación, pero advirtiéndolo, sin embargo, que desde el punto de vista de adopción de acuerdos sociales la operación habría tenido idéntico coste, salvo que se piense —cosa que no parece en absoluto desdeñable— que la reducción en cuestión no es sólo formal sino efectiva, en cuanto que la necesidad de retribuir en mayor grado la nueva categoría de acciones aminora la garantía de los acreedores, generando el nacimiento del derecho de oposición que aludimos anteriormente y que —como también dijimos entonces— no goza de buena prensa en relación con las reestructuraciones del capital de compañías operantes en sectores tan sensibles. Pero aun sin mayor profundización en ese delicado tema (que a nuestro parecer exigiría mayor meditación que la que ahora podemos dedicarle), se nos aceptará —cuando menos— que la correlación que debe mediar entre la acción entendida como parte de capital, su consideración como documento transmisible y la posición que atribuye como conjunto de derechos autoriza a mantener alguna duda sobre la posibilidad de retocar separadamente alguno de esos componentes (en este caso dos), sin correlativa actuación sobre los demás. Y desde luego la cláusula de los estatutos que regule la división del capital en acciones deberá ser modificada, reduciendo el importe del capital correspondiente a las posiciones ordinarias y abriendo en la misma cuantía una parte específica del antiguo capital para las preferentes.

a) Expuesta la cuestión en estos términos y a reserva de mayor profundización, parece posible entender que la articulación de la operación mediante reducción y aumento correlativo de capital, con o sin oposición de los acreedores en función de que la disminución se considere meramente contable o más bien real y efectiva, habría sido una de las posibles soluciones para instrumentar formalmente la operación; una alternativa tanto más legítima si a la garantía de terceros se suman además las de protección de los socios perjudicados mediante una votación separada. Pero este camino no se ha seguido en nuestro caso, en el que la operación se articula —según queda dicho— mediante el juego de un simple acuerdo de transformación al que se suma el reconocimiento de una opción individual a

solicitar el cambio de régimen; cambio cuyo desenlace se traducirá en el estampillado de las acciones en circulación, expidiéndose a favor de los titulares de las acciones transformadas los documentos acreditativos de su nueva titularidad.

No nos duele reconocer que dicho procedimiento trasciende el sentido de una simple transformación impuesta unilateralmente a todos los socios (y por ello tanto a quienes votaron a favor como a quienes lo hicieron en contra o a los disidentes); esto es, la transformación no se consuma —para decirlo de manera inequívoca— mediante ejecución *prohibente domino* y aplicación automática de un acuerdo mayoritario. Sucede, en efecto, que el juego de la opción mencionada salvaguarda de algún modo el derecho del socio a no ver alterada unilateralmente su posición jurídica sin alguna manifestación de su consentimiento. Qué clase de mecanismo es el que debe garantizar ese consentimiento ya queda dicho que sólo puede ser la unanimidad o la votación separada. Y en la medida en que quienes diseñaron la operación no se han decidido a imponer su voluntad a los disidentes ni a los no asistentes a la Junta, es claro que implícitamente están reconociendo la insuficiencia de un simple acuerdo mayoritario para obligar a los socios a soportar, sin su aquiescencia, un cambio de la condición de sus acciones de tanta trascendencia. Pero como también queda dicho que resulta suficiente que esa transformación se produzca efectivamente respecto de algunos socios para que la posición jurídica de quienes no la aceptaron resulte perjudicada en todo o en parte, entonces se comprenderá mejor hasta qué punto siendo ese perjuicio consecuencia de una actuación corporativa que afectará desigualmente a dos categorías de acciones, el tratamiento —igualmente societario— de esa cuestión habría requerido cuando menos aquella votación separada. En todo caso, lo que ahora parece mucho más claro es que un simple acuerdo de transformación no resulta por sí solo suficiente para legitimar la postergación de las acciones ordinarias frente a las acciones sin voto (poco importa ahora si de carácter transitorio o permanente) sin causa bastante que justifique esa modificación del contenido accionarial.

b) Dicha causa bastante no puede ser un mero motivo de reforzamiento del control social. Puede serlo, en cambio, muy probablemente la obtención de nuevos recursos que la sociedad precise, porque en este caso tales medios añadidos contribuirán por su parte a generar la rentabilidad que hace posible el pago de una preferencia que, según queda dicho, de otra manera se recibe sin modificación contemporánea de la relación coste-beneficio y sin el sometimiento a un mayor riesgo de empresa. Sólo si todos esos presupuestos se contrabalancean contemporáneamente resulta aceptable también la alteración resultante de privilegios y postergaciones. Y por ello, aunque quizá el legislador no haya sido muy consciente de la solución dada

a este asunto, sí ha demostrado suficiente prudencia a referir el proceso de creación de acciones sin voto a la fenomenología de la emisión.

Sólo esta hipótesis, que no la transformación y estampillado, se contempla en el artículo 90 de nuestra Ley vigente, que con mayor claridad aún restringe el volumen de las acciones sin voto que pretendan crearse, refiriendo el límite de esa emisión a «un importe no superior a la mitad del capital desembolsado», lo que parece debe interpretarse en el sentido de que ese 50 por 100 del capital toma como referencia uno anterior ya aportado, al que viene a añadirse el nuevo. Y todo ello de conformidad con la normal función de esas acciones como medio de captación de los recursos que la sociedad necesita para cumplir su objeto, un objeto al que también y prioritariamente dichas acciones sirven. La opinión contraria sería, a lo más, una interpretación que ciertamente cabe dentro del sentido literal posible de la norma, pero desde luego no es la que expresa e *id quod plerumque accidit* (lo que denotaría la falta de generalidad de la Ley) ni tampoco la que da mejor satisfacción a los fines del Ordenamiento; puesto que, como queda dicho, disocia artificiosamente las funciones que esas acciones están llamadas a cumplir, traicionando de ese modo el marco ordenador y la correlación de intereses que el legislador trata de coordinar. Por estas razones de carácter finalista nos parece a nosotros escasamente legítimo que una sola de las posibles interpretaciones literales de la norma (la otra sería atender de modo exclusivo, y mucho más literalmente por cierto, al significado que el término «emisión» desempeña, tanto en el uso ordinario del lenguaje como en su normal entendimiento técnico-jurídico) trate de esgrimirse como argumento bastante para hacer prevalecer esa discutible conclusión contra otros elementos interpretativos de mayor relieve.

c) Entre estos factores hermenéuticos más dignos de atención falta todavía por aludir uno muy importante y que pone de manifiesto hasta qué punto el uso de una u otra vía, es decir, de la emisión directa de la simple transformación de nuevas acciones ordinarias preexistentes producen diferentes consecuencias. La primera de esas distintas consecuencias ya se hizo notar al advertir la diferente repercusión que la entrada o no de nuevos medios puede tener sobre el dividendo. A ella puede añadirse ahora una segunda, en parte deducible también de lo que llevamos dicho, en el sentido de que la emisión de nuevas acciones sin voto deja intactas todas las acciones ordinarias anteriores, mientras que la transformación hace desaparecer —por su lado— lagunas de esas acciones en tanto permanecen otras. Y existe todavía otra diferencia, vinculada a la recordada en último lugar, cuyo interés estriba en la distinta influencia que sobre la situación de control antecedente supone el recurso a un simple procedimiento de transformación.

Situada la cuestión en este contexto del control, que empapa claramente

toda la operación analizada, se entiende con mayor facilidad hasta qué punto resulta preferible seguir esta última vía. Por la sencilla razón de que quienes no transformen sus acciones mejorarán las posiciones de influencia que detentaban en la sociedad al mantener el mismo número de votos sobre un capital de menor volumen total a esos efectos. Y la mejora relativa de ese porcentaje no se producirá si permaneciera inalterada la base de cálculo sobre la que se mide el poder efectivo de voto, por venir simplemente a colocarse al lado de todas las antiguas acciones ordinarias, las nuevas preferentes sin voto que ahora se emiten sin disminución absoluta ni relativa de las que antes y después serían las únicas que gozaban de ese poder de votar. Por esa razón decíamos anteriormente que nos parece más que discutible intentar modificar uno solo de los perfiles de la acción sin cambio correlativo de los demás; por eso decíamos también que no es jurídicamente desproporcionado interpretar dicha transformación como una modalidad de reducción del capital; y por eso, en fin, podemos añadir ahora que existiendo una manifiesta falta de equivalencia (jurídica y de hecho) entre la alternativa de emitir y transformar acciones, somos del parecer que esa falta de *eadem ratio* entre ambas vías impide considerar jurídicamente admisible la segunda (el procedimiento de transformación) por no concurrir criterios de analogía que justifiquen tan anómala equiparación y cuya incorrección obliga a rechazar la admisibilidad de dicho procedimiento en aplicación del criterio hermenéutico *incluso unius, excluso alterius*.

A modo de conclusión, nos queda finalmente por manifestar que siendo conscientes de lo opinables que pueden resultar algunos de los puntos de vista ahora sostenidos por nosotros, tenemos igualmente muy claro asimismo que unos son bastante menos opinables que otros. Y nos parece que no es opinable en absoluto el hecho cierto de que el acuerdo que venimos analizando contribuye a «sumergir» la identificación de las categorías de acciones, primero en su punto origen y después en su desenlace, suprimiendo indebidamente la votación separada de los accionistas afectados por dicho acuerdo, tanto en la fase de transformación de una parte de las antiguas acciones ordinarias en preferentes temporalmente desprovistas de voto, como en la fase de recuperación de dicha facultad. Una recuperación que se producirá varios años después, y de nuevo desigualmente, en momentos en los que no es posible saber por ahora cómo habrá evolucionado la marcha de la sociedad y quiénes serán a la sazón los titulares de unas y otras acciones (las que recuperan y las que permanecen sin voto); con lo que se da la peligrosa circunstancia de asumir ahora, y por vía tácita muy discutible, posibles perjuicios o desventajas cuyo verdadero alcance resulta imposible valorar anticipadamente. Por todo ello, y aunque pueden abrigarse ciertas dudas sobre otros aspectos de nuestra posición, creemos que no es posible mantenerlas en absoluto acerca de la necesidad de que tan dis-

cutible acuerdo de transformación reciba, tanto en ese momento como posteriormente en ocasión de la recuperación del voto, el necesario complemento de la expresión de la voluntad mayoritaria de aquella clase de acciones que en cada fase del proceso aparezca como susceptible de experimentar un perjuicio. Así lo exige la estricta aplicación de lo prevenido en el artículo 148 de la Ley de Sociedades Anónimas, tal como por lo demás parece reconocer nuestra doctrina más caracterizada (MENÉNDEZ, BELTRÁN, PORFIRIO).

En todo caso, dada la originalidad del procedimiento comentado, aceptada la novedad legislativa que ha supuesto la admisión de acciones sin voto en nuestro Derecho y atendiendo, sobre todo, a la falta de una jurisprudencia que oriente adecuadamente la aplicación de la nueva Ley en este punto, nos ha parecido que no era ocioso propiciar un debate doctrinal más profundo sobre tan importante asunto; y por esta razón y a ese único fin nos hemos decidido a sacar a la luz nuestras reflexiones en torno a un acuerdo societario tan curioso y singular.

ANÍBAL SÁNCHEZ ANDRÉS
Catedrático de Derecho mercantil.
Consejero de la CNMV