

Limitaciones estatutarias al número máximo de votos en la sociedad anónima cotizada (Reforma del artículo 105.2 LSA)

Fernando Marín de la Bárcena*

I. Introducción

Durante la tramitación parlamentaria del Proyecto de reforma de la Ley de Auditoría de Cuentas para su adaptación a la normativa comunitaria se ha propuesto la modificación del artículo 105.2 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante, LSA). La denominada "*Enmienda - antiblindajes*" tiene por finalidad prohibir y declarar nulas las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, establezcan limitaciones al número máximo de votos que pueda emitir un solo accionista o grupo de empresas en la sociedad anónima (BOCG, Serie A, 25 de febrero de 2010, núm. 46-9), que afectará sólo a las sociedades cotizadas y entrará en vigor transcurrido un año desde su publicación en el BOE (DS, Congreso de los Diputados, núm. 510 de 6 de abril de 2010, pág. 2).

La sorpresiva inclusión de esta enmienda que nada tiene que ver con el objeto del Proyecto de Ley sometido al debate parlamentario suscitó con razón las críticas de los grupos de la oposición. Se ha dicho que es un "parásito" en la reforma de la Ley de Auditoría de Cuentas (Llamazares) y se ha acusado a sus promotores (Grupo Socialista y CiU) de "legislar *ad casum* o *ad personam*" (Ridao I Martín), para salvaguardar los intereses de una determinada empresa, hasta el punto de que sus detractores la hayan bautizado con el nombre de pila del principal directivo de aquélla ("*Enmienda Florentino*"), o del sector en el que opera ("*Enmienda ladri-*

llo"). Los políticos se refieren al conflicto intrasocietario que existe en Iberdrola, una de las pocas sociedades cotizadas españolas que todavía prevén una limitación estatutaria al número máximo de votos que puede emitir cada accionista o grupo, cuya junta general acordó hace poco el cese inmediato en el cargo del consejero designado por ACS, en ejercicio de su derecho a la representación proporcional (artículo 137 LSA), por considerar que se encontraba en situación de conflicto de interés (artículo 132.2 LSA). Lógicamente al accionista que pierde "su" consejero le gustaría haber dispuesto en esa reunión (y en todas las demás que se celebren) del número de votos que le correspondería según su aportación económica a la sociedad (aunque en el caso no hubiera conseguido, seguramente, un resultado distinto).

Las críticas son esperables y es evidente que toda regulación que anule reglas estatutarias tendrá sus consecuencias en las situaciones de equilibrio de poder entre quienes las fijaron para regir sus relaciones, pero sería un error evaluar esta propuesta desde esa perspectiva tan limitada. Es mucho más importante que eso. Se trata de una decisión de política jurídica trascendental para la regulación de los mercados de valores que supondrá una transformación de la forma de ejercicio del poder de decisión, no sólo en las (catorce) sociedades cotizadas españolas que mantienen este tipo de limitaciones del ejercicio del derecho de voto, sino en todas las que pretendan introducir las en el futuro. Por esta razón está plenamente justificado analizar, siquiera sucintamente y a efectos meramente informativos, las ventajas e inconvenientes de esta decisión a la vista de las aportaciones que han realizado significativos autores especialistas en la materia.

* Profesor Contratado Doctor. Universidad Complutense de Madrid

II. La limitación estatutaria del número máximo de votos: antecedentes y significado socio-económico y político-jurídico

Es sabido que en el Derecho español de sociedades anónimas el ejercicio del poder de decisión en la junta general se realiza a partir del principio de proporcionalidad entre la participación en el capital social y el derecho de voto (artículo 50.1 LSA). La cifra de capital y el valor nominal de la acción sirven de módulo de referencia para medir los derechos económicos y políticos del socio en la sociedad y este principio es el paradigma de la organización mediante estructura corporativa, donde las relaciones intrasocietarias se muestran despersonalizadas.

Formulada en términos de Derecho imperativo, la regla “una acción un voto” sólo puede ser modulada mediante el libre ejercicio de la autonomía de la voluntad de los socios (reglas estatutarias) en los términos expresamente autorizados por la Ley. Este es el caso de las acciones sin voto (art. 90 LSA) o del vigente artículo 105.2 LSA, ubicado en la Sección 1ª (“De la Junta General”) del Capítulo V (“De los órganos de la sociedad”), que autoriza a los estatutos a “fijar con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo”. Las fórmulas posibles son variadas, si bien lo más frecuente consiste en limitar el derecho de voto al que corresponda a un determinado porcentaje del capital social (normalmente un diez por ciento). De llegar a establecerse, la regla se proyecta sobre el ejercicio de los derechos de voto y sobre la formación de las mayorías en la junta general (art. 93 LSA), donde no se tendrá en cuenta el derecho de voto por la parte de capital que exceda del porcentaje estatutariamente fijado. De esta forma resultarán afectadas las facultades del socio en materia de injerencia en la gestión de la compañía, sea de forma directa (competencias implícitas de la junta general) o indirecta (nombramiento y cese de administradores, acción social de responsabilidad). Es importante tener en cuenta que, sin embargo, el derecho del socio a designar un miembro del consejo de administración, conforme al sistema de representación proporcional previsto en el artículo 137 LSA, no resulta afectado y que este tipo de consejeros no pueden ser cesados por acuerdo mayoritario en junta general salvo que concurra justa causa (v.gr. incurrir en conflicto permanente de intereses con la sociedad).

Esta posibilidad de configuración estatutaria, ya prevista en el artículo 38.2 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, se estableció pensando probablemente en la polivalencia del régimen de la sociedad anónima para la orga-

nización de todo tipo de empresas, que debía ofrecer cierta flexibilidad en cuanto a la forma de composición del interés de la sociedad mediante los acuerdos de su órgano soberano. Las compañías que introdujeran una limitación al número máximo de votos que pueda emitir un accionista o un grupo de sociedades (en nuestra opinión, como titular de un único interés y no como medida para evitar fraudes, contra la de Sánchez-Calero Guilarte, 1991, p. 276) tenderían a lograr que los acuerdos de la junta general fueran la expresión de la composición de la pluralidad de intereses de varios socios (necesitados de concierto para lograr la mayoría), con independencia de cual fuera el importe de su aportación económica a la formación del capital. De esta manera, se podría introducir un elemento de personalización en un modelo de organización corporativa capitalista pura.

Las limitaciones al número máximo de votos se utilizaron sobre todo en el ámbito de las grandes sociedades cotizadas. Con ocasión del ingreso de nuestro país en la entonces Comunidad Económica Europea, los operadores utilizaron la libertad de configuración estatutaria como un obstáculo al desenvolvimiento de las tomas de control (García de Enterría, 2010, p. 28), como medida de tipo proteccionista frente a la amenaza de la entrada de inversores extranjeros en grandes empresas de capital disperso que operan en sectores estratégicos como la banca o las eléctricas (Vicent Chuliá, 2010, p. 22) y se redobló su uso con ocasión de los procesos de privatización desarrollados a partir de 1995 (Recalde, 2009, p. 1083). La realidad económica de los mercados españoles de valores no favoreció, sin embargo, la consecución de los fines perseguidos por el legislador. En lugar de fomentarse la aludida composición de una pluralidad de intereses en el órgano soberano de la sociedad, a principios de los años noventa ya se constataba que este tipo de cláusulas habían consagrado el dominio y perpetuación de los intereses de grupos minoritarios organizados frente a los intereses de la mayoría o de la empresa, situación muy difícil de corregir mediante los instrumentos naturales del mercado, dado el evidente desincentivo que representa una medida de esta naturaleza en el contexto de un cambio de control. Esta es la razón por la que la segunda modificación a la Propuesta de Quinta Directiva, referente a la estructura de las sociedades anónimas y a los poderes y obligaciones de sus órganos (DOCE C 7, de 11 de enero de 1991) ya proponía derogar la posibilidad de limitar el número máximo de votos, alegando precisamente que suponía, como hemos dicho, un obstáculo al correcto funcionamiento del régimen sobre ofertas públicas de adquisición (Esteban Velasco, 1991, p. 952; Sánchez-Calero Guilarte, 1991, pp. 278-279).

Todo lo anterior se expresa en el siguiente párrafo de la justificación de la enmienda objeto de este trabajo:

“Tal limitación se recogió en la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, procedente de la Ley alemana de 1937, y de ahí pasó al Texto Refundido de 1989, habiendo ya desaparecido en la propia legislación alemana en reformas recientes. La limitación, en el contexto societario del momento, cumplía cierta función de “salvaguarda” de la posición de las minorías evitando que el socio o socios mayoritarios ejercieran un poder de decisión preponderante. Pero, con el paso del tiempo y en el marco de un mercado de valores más abierto, especialmente en el caso de las sociedades cotizadas, las cláusulas estatutarias limitativas del máximo de voto se han ido convirtiendo en un instrumento de “blindaje” de los directivos, cuando no en un mecanismo de defensa frente a potenciales inversores legítimamente interesados en adquirir, en el mercado o a través de una OPA, participaciones significativas o de control en una determinada sociedad y de ejercer el poder de decisión correspondiente al riesgo asumido en el capital”.

La utilidad de una cláusula de este tipo como medida anti-OPA es incuestionable. Es cierto que no se muestra cuando la mayoría del capital social se encuentra en manos de un único accionista o de varios que actúan concertadamente, pues la toma de control sólo será posible mediante un acuerdo con aquéllos. Sin embargo, en las sociedades de capital disperso, en las que teóricamente es posible una denominada OPA “hostil” (es decir, no negociada con el órgano de administración), ésta deberá realizarse condicionada a la supresión de la cláusula estatutaria sobre limitación de número de votos en la primera Junta General que se celebre ya que, de lo contrario, en la mayoría de los casos, el adquirente no llegaría a acceder al control político y entonces difícilmente la operación le puede interesar. Es precisamente en las sociedades que presentan esta dispersión del capital donde se han utilizado las cláusulas de limitación del voto, y con la clara finalidad de mantener el control por parte de los administradores, que acaparan las solicitudes públicas de representación del pequeño accionista con la colaboración de las entidades depositarias de las acciones y el recurso a las denominadas primas de asistencia (García de Enterría, 2010, p. 27), lo que, sin embargo, se ha considerado compatible con la finalidad perseguida por el legislador mediante la introducción del artículo 105.2 LSA (Recalde, 1996, pp. 92-93).

El resultado de lo anterior es que la eficacia de las cláusulas de limitación trasciende a la mera estructura jurídica de la corporación e incide en el denominado “mercado de control societario” y, por consiguiente, en la eficiencia de los mercados de valores en general. La posibilidad de que las sociedades cambien de control permite situar los recursos de la empresa en el mejor capacitado para su manejo, crear sinergias entre varias compañías, expulsar a los

administradores incompetentes (con el consiguiente efecto preventivo) y corregir ineficiencias en el precio de mercado de las acciones. También tiene sus consecuencias en lo que se refiere a la maximización del valor para el accionista - inversor. Las regulaciones modernas en materia de tomas de control tratan de garantizar que todos los accionistas, y no sólo los de referencia, puedan participar de la prima que paga el adquirente por hacerse con el control de una sociedad (*equality opportunity rule*) y en esto se basan las reglas sobre OPA obligatoria. De hecho, se afirma que el valor de una empresa en el mercado equivaldría a la suma del valor de mercado de sus títulos bajo el equipo gestor que controla la sociedad, más el esperado como consecuencia de un futuro cambio en el control como consecuencia de multiplicar la prima de control por la probabilidad de que éste se produzca en el futuro (referencias en Recalde, 1995, p. 89). También se ha dicho que las sociedades que incorporan cláusulas de este tipo sufren pérdidas en el precio de cotización de sus acciones, aunque no afectará a los inversores que, si actúan racionalmente, compensarán la minoración de las posibilidades de un cambio de control con la reducción del precio que estén dispuestos a pagar por dichos títulos (Alfaro, 2010, p. 22).

No obstante, no todas las consecuencias tienen por qué resultar negativas. La posibilidad de mantener el control sin necesidad de conservar la mayoría del capital puede ser un incentivo para fomentar el recurso a los mercados de capitales como instrumento de financiación de las sociedades, en lugar de tener que acudir a la financiación bancaria (Alfaro, 2010, p. 22), y animar a los inversores a largo plazo que, a menudo, son reticentes siquiera a la mera posibilidad de verse integrados como “socios externos” en un grupo empresarial que haya adquirido la sociedad independiente en la que invirtieron (Recalde, 1996, p. 90), como puede ocurrir en sectores que requieran la consolidación de la empresa a largo plazo sin necesidad de verse sometidos a tomas de control propiciadas por inversores interesados exclusivamente en la rentabilidad inmediata (Vicent Chuliá, 2010, p. 22).

Últimamente se ha dicho que las limitaciones determinan que toda pretensión de tomar el control *de facto* mediante la adquisición de un umbral de participación significativo, aún inferior al determinado para la OPA obligatoria (treinta por ciento), se vea constreñido también “de hecho” a formular una oferta (formalmente “voluntaria”), condicionada, con efectos suspensivos, a la supresión de las limitaciones de voto (art. 13.2 R.D. 1066/2007 de 27 de julio) y así se puede lograr que todos los accionistas que lo deseen puedan participar de la prima de control pagada por el adquirente mediante la venta de sus acciones (Guerra Martín, 2010, p. 5), aunque lo cierto es que, formalmente, en las ofertas voluntarias no hay obligación

de fijar un precio equitativo. El argumento se ha cuestionado sobre la base de la idea de que, si bien es cierto que en sociedades de capital disperso es posible adquirir el control de facto sin superar los umbrales (es decir, de forma indirecta o encubierta), la resolución de este tipo de problemas no debería dejarse a los operadores mediante el recurso a las limitaciones al número máximo de votos que en realidad lo que impiden es el cambio de control (García de Enterría, 2010, p. 28).

Alguna otra perspectiva puede resultar interesante. Se ha dicho, con razón que si se eliminan este tipo de defensas de carácter meramente “jurídico” los operadores recurrirán, preventivamente, a medidas defensivas de tipo “empresarial” de distinta índole que pueden resultar más perjudiciales desde el punto de vista de los intereses de las empresas (Alfaro, 2010, p. 22). También se apunta que la prohibición de las limitaciones y, por consiguiente, la consolidación del poder de un único accionista aumenta las posibilidades de expoliación del patrimonio social por los accionistas significativos, en concierto con los administradores y en detrimento de los accionistas-inversores, aunque probablemente la sede correcta para controlar esas conductas con carácter preventivo debería ser el reforzamiento de la normativa sobre acción social de responsabilidad en la cotizada, mediante la extensión de sus efectos al propio accionista de control beneficiario y agravarse sustancialmente para el caso de infracciones de deberes de lealtad (cfr., no obstante, Alfaro, 2010, p. 23).

III. Tendencias de política jurídica y marco de Derecho comparado

Las tendencias de política jurídica han variado a lo largo del tiempo y en las distintas jurisdicciones. Una vez descartada la posibilidad de avanzar en la armonización del Derecho de Sociedades mediante el proyecto de Quinta Directiva, la Comunicación de la Comisión Europea de 21 de mayo de 2003 (“*Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*”), ya introducía entre los objetivos de la futura política comunitaria el de fomentar, si procedía, la mayor proporcionalidad entre la participación en el capital y el control mediante la imposición de la regla “una acción – un voto” en detrimento de la libertad de autoorganización de las sociedades. Sin embargo, tras realizar un estudio empírico, en junio de 2007 ese organismo hizo público un Informe (“*Report on the Proportionality Principle in the European Union*”) que ponía de manifiesto cómo en la mayoría de los estados miembros se admitía la implantación de “mecanismos de control reforzado” (ECM) mediante figuras de distinta naturaleza (acciones

de voto múltiple, acciones sin voto, participaciones recíprocas, estructuras piramidales, etc.) y reconocía que había resultado imposible demostrar que la supresión de esos mecanismos pudiera contribuir a una mayor eficiencia de los mercados. La conclusión del citado informe coincidió, parece ser, con la obtenida por sendos grupos de expertos (*Advisory Group on Corporate Governance*, octubre de 2007 y *European Corporate Governance Forum*, agosto 2007), por lo que, seguramente más por falta de consenso que como resultado de los estudios, las autoridades comunitarias abandonaron la idea de imponer la regla de la proporcionalidad, sin perjuicio de recalcar la necesidad de dotar de informar adecuadamente a los operadores de su existencia y alcance (Fuentes Naharro, 2007, pp. 547-548).

En cuanto a las orientaciones en Derecho comparado se ha dicho que las reformas introducidas en países como Alemania (1998) o Italia (2001), que prohíben este tipo de limitaciones, son una excepción en el ámbito de la Unión Europea y que las últimas tendencias en materia de regulación (Francia, 2006) han consistido en neutralizar imperativamente su eficacia en los casos en que se haya adquirido el control mediante una OPA (Guerra Martín, 2010, p. 3). La reforma italiana de 2009 en materia de OPA favorecería la posibilidad de crear mecanismos reforzados de control y blindar así las sociedades propias frente a operaciones especulativas que pretendan aprovechar la caída en los precios de cotización de las acciones como consecuencia de la crisis (León Sanz, 2010, p. 18).

En nuestro país hay algunos antecedentes *de lege ferenda*. El artículo 378 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (publicada en mayo de 2002) establecía la prohibición de las limitaciones estatutarias al número máximo de votos a emitir por un accionista o grupo en sociedades cotizadas y ese era el sentido de la primera de las Recomendaciones incluidas el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (publicado en mayo de 2006), sin perjuicio de reconocer que podrían estar justificadas en el momento de salida a Bolsa, cuando se hubieran establecido mediante una posterior reforma estatutaria en aras a la protección de inversiones específicas o para aumentar la capacidad de negociación del conjunto de los accionistas ante ofertas no pactadas. Todos los autores coinciden en resaltar que el denominado “*Código Conthe*” no propuso una reforma legal sobre este punto, sino que se limitó a someter esta recomendación al principio de “cumplir o explicar”, aunque entonces se pensaba que la voluntad y los mercados serían suficientes para conseguir esos objetivos.

Desde luego, hay que reconocer que la tendencia en la práctica de las sociedades cotizadas españolas ha sido

la progresiva eliminación de las limitaciones al número máximo de votos y entre los años 2003 a 2008 se habría pasado de 23 a 14 sociedades, de las cuales sólo 6 cotizan en el IBEX. No obstante, en cualquier diario pueden leerse aún noticias de sociedades que planeaban su introducción en un futuro y que probablemente ya no podrán hacerlo (v.gr. grupo Prisa).

IV. Conclusiones: una llamada a la reflexión

En una primera aproximación a este tema tan complejo sólo es posible realizar algunas consideraciones muy generales. Se trata de una reforma radical (se pasa de autorizar a prohibir) que requiere explicar bien las finalidades de política jurídica y tomar en consideración no sólo su incidencia en el ámbito jurídico – corporativo interno de las sociedades destinatarias de la norma, sino sobre todo su incidencia en los mercados de valores. El elemento nuclear de la disciplina reguladora de las sociedades cotizadas es (debe ser) la tutela del accionista inversor y las cuestiones de régimen jurídico corporativo de las cotizadas no son sólo un tema de relaciones entre administradores y socios o socios entre sí, sino que deben tomarse en consideración cómo afectan también a la posición de la empresa en el mercado, incluido el mercado de control (Fernández de la Gándara, 2006, p. 43).

Es conocido el extraordinario esfuerzo empleado en fomentar la participación de los accionistas–inversores en la estructura jurídico-societaria (v.gr. sistemas de ejercicio a distancia de sus derechos como “socios” en la junta general, regulación de los sistemas de representación, etc.), pero no se puede olvidar que el interés de este tipo de accionistas es puramente especulativo (cotización y dividendos) y ante su frustración se limitarán a vender sus acciones e invertir en otro lugar (*exit option*). La protección de sus intereses requiere lograr que dispongan de un mercado en el que puedan hacer valer esa alternativa y para ello debe haber potenciales compradores de sus acciones. Esto será difícil si los interesados en invertir se encuentran con normas estatutarias que les cierran el acceso al correspondiente poder de decisión o se les obliga “de hecho” a formular una OPA “voluntaria” por la totalidad para eliminar después las cláusulas limitativas. No obstante, parece que en algún momento ya se pensó en evitar este último resultado. Nos referimos al artículo 4.2 letra b) del Proyecto de Real Decreto sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, hecho público en abril de 2007, que establecía la posibilidad de dispensar de la obligación de formular una OPA:

“b) Cuando, por disposición estatutaria, el obligado a formular la oferta pública no pueda ejercitar en las juntas generales de la sociedad afectada un porcentaje de votos igual o superior a dicho 30 por 100 y además no haya designado a ningún miembro del órgano de administración de la sociedad afectada. Si se eliminase o deviniese ineficaz la indicada limitación estatutaria o se designara a algún miembro del órgano de administración de la sociedad afectada, se deberá formular una oferta pública de adquisición en los términos de este real decreto, salvo si, en el plazo de tres meses enajena el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre el porcentaje señalado y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de tales porcentajes”.

El problema de los supuestos de control “de facto” de la compañía mediante adquisiciones de participaciones significativas, pero inferiores al treinta por ciento, habría que resolverlo mediante la interpretación y aplicación de las normas legales en materia de toma de control con arreglo a su finalidad. El bienintencionado fin de hacer participar a todos los accionistas en la prima derivada de una toma de control se podría conseguir por otros medios, como la regulación de presunciones legales de actuación concertada que faciliten la aplicación de las normas sobre OPA obligatoria cuando individualmente no se hayan adquirido las posiciones que lo hacen imperativo (enmienda transaccional *in voce* presentada por el Grupo Popular en el Congreso).

En cuanto a la realidad subyacente que va a ser afectada, entendemos que resulta inútil enumerar el escaso número de sociedades que mantienen limitaciones de este tipo al derecho de voto (Iberdrola, Repsol YPF, Banco Sabadell, Banco Guipuzcoano, Enagas, Telefónica, etc.) para quitarle de este modo importancia, pues lo relevante es que cualquier sociedad cotizada podría adoptarlas en un futuro y ya no lo podrán hacer. Tampoco parece correcto afirmar, como hace la justificación de la enmienda, que la eliminación de las limitaciones constituya una “insistente reclamación de la doctrina mercantil mayoritaria”. Es cierto que algunos autores han destacado la limitación que representan desde el punto de vista del libre desenvolvimiento del mercado (Recalde, 2009, p. 1083) e incluso se afirma con rotundidad que carecen de toda legitimación teórica (García de Enterría, 2010, p. 27), pero también hay voces claramente contrarias a la prohibición (Guerra Martín, *passim*) o incluso favorables a dotar a las sociedades españolas de una mayor libertad de autoorganización hasta equipararla a la de otros países europeos (Alfaro, 2010, p. 25). También se ha destacado la necesidad de realizar un análisis más meditado de las consecuencias y de coordinar esta medida con el conjunto de la regulación del régimen de OPA (León Sanz, 2010, p. 18)

y se ha llamado al necesario consenso (Vicent Chulià, 2010, p. 25).

En nuestra opinión, parece claro que se trata de una cuestión de oportunidad política que hay que resolver mediante el cuidadoso análisis de los efectos que tendrá esta norma en nuestros mercados y en el contexto europeo. En una situación económica abonada a la inversión puramente especulativa, la prohibición privará a las empresas españolas de un instrumento de defensa frente a tomas de control del que sí disponen sus competidores constituidos en otros países de nuestro entorno (entre otras, incluso mucho más efectivos). No se trata de consideraciones "patrióticas", sino de reflexionar sobre la conveniencia de adoptar esta medida en esta coyuntura económica. Lo único que se puede esperar (y exigir) de quienes toman la iniciativa es que hayan valorado la importancia de la decisión y ponderado bien los intereses en juego. También sería conveniente abordar de una vez la regulación legal del tipo sociedad anónima cotizada y terminar con esta reforma permanente de la Ley de Sociedades Anónimas que, en ocasiones, causa sobresaltos y algunos desencontros que podrían haberse evitado.

Bibliografía

- ALFARO AGUILA-REAL, J. (2008): "El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil. Y la alteración sobre la proporcionalidad entre participación en el capital y derecho de voto", *Noticias de la Unión Europea*, núm. 24, octubre, pp. 21-24.
- ESTEBAN VELASCO, G. (1990): "Eliminación de obstáculos a las OPAS: propuestas de modificación de la Segunda Directiva y de la Propuesta Modificada de Quinta Directiva de Derecho de Sociedades", *RDBB*, núm. 40, pp. 947-953.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2006): "La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica jurídicas", en AA.VV. *"La sociedad cotizada"*, coord. F. Vives / J. Pérez-Ardá, Ed. Marcial Pons, Madrid-Barcelona, pp. 43 y ss.
- FUENTES NAHARRO, M. (2007): "Algunas consideraciones sobre el informe acerca del principio de proporcionalidad entre propiedad y control en la Unión Europea", *RdS*, núm. 29, 2007-2, pp. 541-548.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2010): "¿Deben prohibirse las limitaciones de voto de los accionistas?", *El Notario del Siglo XXI*, núm. 30, Marzo-Abril, pp. 26-29.
- GUERRA MARTÍN, G. (2010): "Las limitaciones al número máximo de votos en las sociedades cotizadas", *La Ley*, núm. 7358, 9 de marzo, pp. 1-5.
- LEÓN SANZ, F. (2010): "La prohibición de las limitaciones al derecho de voto desde la perspectiva del principio de proporcionalidad y del mercado de control", *El Notario del Siglo XXI*, núm. 30, Marzo-Abril, pp. 15-18.
- RECALDE CASTELLS, A. (2009): "art. 105" en AA.VV.: *"Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas"*, dir. I. Arroyo Martínez y otros, 2ª Edición, Ed. Tecnos, Madrid, pp. 1079 y ss.
- RECALDE CASTELLS, A. (1996): *"Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales"*, Ed. Civitas, Madrid.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (1991): "La limitación del número máximo de votos correspondientes a un mismo accionista", *RDBB*, núm. 42, pp. 271-319.
- VICENT CHULIÀ, F. (2010): "One Share One Vote en España", *El Notario del Siglo XXI*, núm. 30, Marzo-Abril, pp. 19-25.