UNA NOTA SOBRE LA EMPRESA FAMILIAR Y EL MERCADO DE VALORES

Fernando CASADO JUAN

I. INTRODUCCIÓN

DURANTE los últimos años, el mercado de valores en España ha experimentado importantes avances hacia su consolidación como uno de los ejes sobre los que se fundamentan los procesos de expansión de las empresas y la colocación del ahorro por parte de las familias, ya sea directamente o a través de fondos de inversión u otros instrumentos alternativos.

En este sentido, y centrándonos en el primer aspecto, son cada vez más las empresas familiares que ven en la Bolsa un mecanismo de gran utilidad y ayuda en sus estrategias y posicionamiento competitivo. Ejemplos recientes tan mencionados como Telepizza, Sol Meliá, Adolfo Domínguez, Catalana Occidente o Dogi, son una buena muestra. Por su parte, la reacción de los mercados puede calificarse como de espectacular, e incluso de sorpresa, en opinión de algunos de los empresarios implicados.

Con ello quiero señalar que los inversores demuestran una elevada receptividad ante las expectativas derivadas de la incorporación de una empresa familiar al mercado de valores. Probablemente, los ahorradores son conscientes de una realidad que debería destacarse. Las empresas familiares españolas no han sido muy proclives hasta la fecha a utilizar las ventajas que la Bolsa española ofrece como instrumento de financiación, por lo que cuando alguna de ellas lo hace, es interpretado de forma muy positiva.

Las empresas familiares que acceden al mercado de valores lo hacen dentro de una estrategia de crecimiento, de posicionamiento en los mercados internacionales y, en definitiva, lo hacen dentro de un compromiso de continuidad a largo plazo, de un proyecto empresarial en el que la familia se encuentra totalmente implicada. No

se trata de una decisión a la ligera ni tampoco de una operación meramente especulativa, razón por la que los inversores-ahorradores acostumbran a valorar de tan buen grado estas iniciativas.

Quizá sería bueno, en pos de tranquilizar a estos inversores que tan decididamente han apostado por las empresas familiares que recientemente han liberado una parte de su paquete accionarial en el mercado, que su comportamiento se encontrara contrastado y avalado por la experiencia de mercados más desarrollados que el nuestro. A título de ejemplo, resulta esclarecedor mencionar que, de acuerdo con un índice que se elabora a partir de las empresas familiares que cotizan en el área de Chicago desde hace cerca de ocho años, el Loyola Chicago Family Firm Stock Index, se observa, con carácter general, un comportamiento más favorable del mismo en comparación con la evolución tanto del índice general como del resto de empresas no familiares. La práctica y la experiencia avalan, pues, el razonamiento que, de una manera intuitiva, realizan los inversores españoles.

En este sentido, son las propias características inherentes a las empresas familiares las que soportan este comportamiento diferencial. Así, se acostumbra a señalar factores como la existencia de una mejor gestión del capital y el valor de la empresa, debido a la mayor alineación de intereses entre accionistas y gestores en las empresas gobernadas por capital familiar. Al mismo tiempo, la visión a largo plazo y la mayor implicación de la familia en los intereses y la imagen de la empresa son elementos que configuran una mayor sensibilidad del inversor por esta tipología de empresas.

Por otro lado, se argumenta en ocasiones que las empresas familia-

res son reacias a ceder parte de su paquete accionarial al mercado porque temen perder el control de la empresa, y no quieren verse sometidas a los estrictos procesos de control e información que la regulación de dichos mercados de valores impone. Sobre esto deben tenerse en cuenta varias cuestiones.

En primer lugar, una cuestión ya mencionada. Las empresas familiares que acuden al mercado de valores lo hacen en el momento oportuno, cuando las circunstancias y la estrategia de crecimiento de la empresa lo requieren. Es necesario que la empresa haya adquirido la suficiente masa crítica, es decir, la dimensión adecuada, como para que la alternativa bursátil sea tenida en cuenta.

Otra cuestión latente, pero íntimamente relacionada, se inscribe en los requisitos de información que la normativa española establece como supuesto obligatorio para la cotización en mercados organizados. En este sentido, nadie va a postular o abogar por el oscurantismo, porque la transparencia es un elemento necesario para el buen funcionamiento de dichos mercados, y la protección del accionista constituye otra de las bases sobre las que se sustenta. Sin embargo, la regulación debería abogar por una cierta flexibilidad, que la propia normativa europea sobre la cual se basa nuestra legislación autoriza, especialmente en lo que respecta a la dimensión.

Una medida adecuada para combinar el objetivo de financiación y el de mantenimiento del control en el capital es la emisión de acciones sin voto. La experiencia en España en la emisión de estos instrumentos es muy limitada. Las razones de la escasa utilización de este instrumento están relacionadas con la onerosidad que la legislación española ha impuesto, hasta la fecha, a su emisión. Concretamente: la existencia de una retribución anual mínima del 5 por 100 del capital social desembolsado en cada acción sin voto, el cobro adicional del dividendo ordinario en caso de que se reparta, el hecho de que la normativa fiscal española dé un tratamiento más favorable a la financiación mediante en-

deudamiento que mediante ampliaciones de capital y, finalmente, la existencia de un límite para su emisión, establecido en el 50 por 100 del capital social desembolsado.

En este sentido, como se mencionará más adelante, la modificación de los artículos 90 a 92 de la Ley de Sociedades Anónimas introducida en la Ley de Reforma del Mercado de Valores, aprobada el pasado 1 de octubre por el Pleno del Congreso de los Diputados, supone un paso hacia adelante muy importante en la reconfiguración de un instrumento como las acciones sin voto, que tan importante puede ser para el conjunto de las empresas familiares que puedan plantearse acudir al mercado de valores.

De ahí que desde el Instituto de la Empresa Familiar se haya puesto de manifiesto la necesidad de mejorar el marco legislativo para el acceso de nuestras empresas autóctonas al mercado de valores. Éste es un instrumento financiero de vital importancia para las grandes empresas familiares de nuestro país en lo que se refiere a la adquisición de la dimensión que impone su inserción en los procesos productivos mundiales; sin olvidar la influencia en la profesionalización de la gestión, ya que la cotización, y por ende la continua comparación de valores, supone un refrendo en los mercados nacionales e internacionales.

II. EL ORDENAMIENTO JURÍDICO COMUNITARIO Y SU ADAPTACIÓN EN ESPAÑA. CONSECUENCIAS PARA LAS EMPRESAS FAMILIARES

A continuación exponemos la situación actual del marco normativo europeo en los mercados de valores y la adaptación española a dicho marco normativo, para tratar de identificar posteriormente la problemática que impide el acceso de la empresa familiar a los mercados de valores.

El proceso de armonización de legislaciones nacionales en cuanto a los diversos aspectos relativos al merca-

do de valores, de cara a la creación de un mercado único europeo, ha tenido por base la promulgación de varias directivas comunitarias tendentes al establecimiento de unos requisitos mínimos que deben de cumplirse por todos aquellos mercados nacionales de valores con vocación global, dentro del marco comunitario.

La legislación comunitaria, de cara al establecimiento de unos requisitos mínimos que permitan la homogeneización de todas las legislaciones nacionales, tiene como finalidad la creación de un entorno de condiciones homogéneas, con tendencia globalizadora dentro del marco comunitario, que permita al inversor acudir, con similares garantías, a cualquier mercado de valores de dicho entorno.

Se entiende que mediante este marco legislativo, que sitúa en la base del mercado la transparencia informativa, se va a permitir una mayor eficiencia, acercando el valor de cada empresa al precio que para ella determine el mercado, permitiéndola así obtener financiación en las mejores condiciones.

1. Los requisitos mínimos de acceso al mercado

Este espíritu es el que mueve a la Directiva 79/279/CEE, de 5 de marzo de 1979, que establece las condiciones mínimas que los estados miembros deben exigir para la admisión a cotización oficial en las bolsas dentro de su territorio de las acciones de sociedades anónimas (y obligaciones emitidas por ellas).

En aras del objetivo perseguido, se establecen, por la Directiva, como requisitos mínimos relevantes, los siguientes:

— La situación pública de la sociedad y sus acciones debe ser «regular» en relación con la normativa que le sea de aplicación.

— La capitalización o, en su defecto, los recursos propios mínimos de la sociedad deben ser, al menos, un millón de ecus. Sólo podrá exigirse mayor importe cuando en el estado miembro exista ya otro mercado regu-

lado, reconocido y abierto, que exija esta cifra o una inferior.

— Las acciones de la sociedad deben ser libremente transmisibles.

— La sociedad deberá publicar o presentar sus cuentas anuales correspondientes a los tres ejercicios anteriores a la solicitud de admisión a cotización, con arreglo al derecho nacional. Excepcionalmente, podría dispensarse de esta obligación cuando las autoridades competentes tengan seguridad de que los inversores disponen de la información necesaria para formarse un juicio fundado sobre la sociedad y sus acciones.

— Deberá realizarse una difusión suficiente entre el público de uno o varios estados miembros, con el límite del momento de la admisión.

Se presumirá suficiente la difusión cuando, al menos, se reparta entre el público el 25 por 100 del capital suscrito representado por dicha categoría de acciones, o bien cuando por el grado de difusión entre el público y elevado número de acciones de una misma categoría, quede garantizado el funcionamiento regular del mercado, sin necesidad de llegar al porcentaje indicado de difusión.

2. Obligaciones derivadas de la permanencia en el mercado

Adicionalmente, en relación con la admisión a cotización, se establecen como obligaciones más relevantes derivadas de la misma las siguientes:

— Solicitar la admisión a cotización, en el plazo máximo de un año, de las acciones de la misma categoría que se emitan.

— Asegurar un trato igual a todos los accionistas, informándoles de modo que puedan ejecutar sus derechos.

— Comunicar los proyectos de modificación de estatutos a las autoridades en el plazo límite de la convocatoria de la Junta General a la que se somete la modificación.

— Poner a disposición del público, en el plazo más breve posible, sus úl-

timas cuentas anuales e informe de gestión, individual y consolidado.

— Informar al público, en el plazo más breve posible, de los hechos relevantes para la cotización, pudiendo los estados miembros exigir la información al público, periódicamente, de su situación financiera y marcha de sus negocios.

Estas obligaciones se reforzaron por la Directiva 82/121, de 15 de febrero de 1982, relativa a la información periódica a publicar por las sociedades cuyas acciones están admitidas a cotización oficial en una Bolsa de valores, que establece la obligación de publicar semestralmente un informe relativo a su actividad y resultados y permite que los estados miembros impongan obligaciones más rigurosas o complementarias con carácter general o para determinadas categorías de sociedades.

Por otra parte, la Directiva 88/627, de 12 de diciembre de 1988, determina la información a publicar en caso de adquisición o enajenación de una participación significativa en una sociedad cotizada, entendiéndose por ello los porcentajes del 10, 20, 1/3 (o alternativamente a estos dos últimos por uno del 25 por 100), 50 y 2/3 (o alternativamente a este último por uno del 75 por 100). Los estados miembros pueden imponer obligaciones más rigurosas, con carácter general.

Finalmente, la Directiva 89/592, de 13 de noviembre, coordina las normativas relativas a operaciones con información privilegiada, y la Directiva 89/298, de 17 de abril, coordina las condiciones de elaboración, control o difusión del folleto que debe publicarse, en caso de oferta pública de venta de valores negociables.

III. LA ADAPTACIÓN ESPAÑOLA A LAS DIRECTIVAS COMUNITARIAS: EFECTOS

La adaptación a la normativa comunitaria por el legislador español, parte de la Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1988, del 28 de julio) que

introduce en el mercado español el contenido de las diversas directivas de la Comunidad Económica Europea.

La búsqueda de la competitividad de nuestros mercados a través de su eficiencia, ha acentuado el esfuerzo del legislador en la adaptación del «primer mercado» a las exigencias del nuevo entorno europeo. Por ello, la adaptación de nuestra normativa se ha centrado en un nivel alto de exigencia, en el que la transparencia y la protección del inversor han sido los objetivos básicos perseguidos por la nueva regulación, profesionalizando el mercado y tratando de homologarlo a los mercados más desarrollados en el ámbito internacional.

El esfuerzo realizado ha permitido un crecimiento progresivo del número de sociedades que han acudido al mismo, y también del número de inversores, nacionales e internacionales, que han adoptado la decisión de invertir en las bolsas de valores españolas.

Sin embargo dentro de este mercado global, el punto de mira ha estado centrado en el mercado de las grandes sociedades. Nuestro legislador sólo ha creado «un mercado» que adquiriese el suficiente volumen para atraer el interés del máximo número de inversores, determinando unos estándares adecuados para la gran empresa, pero al que la empresa familiar tradicional, tan importante en España, no tiene fácil llegada.

La empresa familiar que ha accedido al primer mercado en busca de financiación y liquidez ha tenido que optar por un proceso *big-bang* para acceder a la cotización y para mantenerse en el mercado, asumiendo la enorme convulsión interna que ello supone para este tipo de empresa.

El análisis de este doloroso proceso de adaptación de la empresa familiar a los estándares de las compañías más sofisticadas y de mayor tamaño lleva, en numerosos casos, a aquélla a desechar el mercado de valores como instrumento óptimo de financiación y liquidez para su proyecto empresarial y sus acciones, impidiendo a la vez que un buen número de empresas se integren en el mercado de las sociedades cotizadas, quedan-

do así privadas de las ventajas de éste, a la par que los inversores no cuentan con la posibilidad de acceder a la propiedad de empresas muy rentables.

IV. LA INCORPORACIÓN DE LA EMPRESA FAMILIAR AL MERCADO DE VALORES

Esta situación, que en su día ya se planteó y trató de paliar el legislador mediante la creación del denominado «segundo mercado», permanece igual, si no peor, que en el momento de la creación de éste.

En efecto, del Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se regulaba el segundo mercado dentro de las bolsas de valores (entonces bolsas oficiales de comercio), ya decía en su exposición de motivos:

«La integración del mercado español en el europeo, hace especialmente oportuna la medida de ampliar la posibilidad de acceso a los mercados de capitales para aquellas medianas y pequeñas Empresas que por su dinamismo e iniciativa necesiten la captación de recursos a medio y largo plazo.

«De acuerdo con lo expuesto, se considera conveniente la creación del segundo mercado en las Bolsas Oficiales de Comercio *que adecue las exigencias de acceso al mismo, las condiciones de permanencia y las obligaciones formales a las características de las empresas familiares*, y que, al mismo tiempo y previo cumplimiento de condiciones establecidas por el Ministerio de Economía y Hacienda, pueda accederse a los beneficios de la cotización oficial».

Pues bien, el impulso del segundo mercado, que se trataba de promover legislativamente, partiendo de la realidad ya existente, tenía por base la atribución de los beneficios fiscales derivados de los valores «con cotización oficial» (otorgado por el Real Decreto Ley del 14 de marzo de 1986).

El segundo mercado bursátil español tuvo como antecedentes los mercados inglés y francés, y la experiencia de la Bolsa de Barcelona, que, en

uso de las habilitaciones legales del Reglamento General de Bolsas del 30 de junio de 1967 sobre sistemas de contratación, había establecido un mercado de medianas empresas con reducidos requisitos de admisión y cotización, sin carácter de mercado oficial.

La pronta desaparición de los mencionados «beneficios fiscales», y seguramente también la falta de tradición bursátil, colaboraron en el fracaso de dicho segundo mercado, que hoy aparece limitado a un reducido número de empresas con escasa liquidez.

1. Obstáculos para la incorporación de las empresas familiares

Es creciente el interés de la pequeña y mediana empresa, de carácter fundamentalmente familiar, por acudir a los mercados, coincidente con el interés general de instituciones e inversores en que este acceso tenga lugar.

Las dificultades para dicho acceso residen hoy básicamente en las siguientes:

— La legislación que regula los mercados de valores en España ha adoptado en su origen, y continúa adoptando, los requerimientos más exigentes, dentro del marco normativo permitido por las directivas comunitarias.

— Ello es así en cuanto a las obligaciones de información periódica, que en nuestros mercados tienen carácter trimestral, frente al semestral presentado por las directivas.

— La obligación de la información de hechos relevantes objeto de la Carta Circular 9/1997 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en interpretación del artículo 81.1 y 82 de la Ley del Mercado de Valores, plantea asimismo la opción más exigente de las posibles.

— Los criterios adoptados en materia de «gobierno de la empresa» y la exigencia de «consejeros independientes», en aras de la protección del inversor, chocan en gran medida con la configuración actual del órgano de

administración de la empresa familiar, en el que participa la titularidad del capital, que a la vez lo es de la gestión de la sociedad.

El breve examen general realizado, nos lleva a una primera conclusión: si bien el régimen normativo nacional de los mercados de valores y las sociedades cotizadas impone unos baremos de transparencia y eficacia muy elevados, acordes con los vigentes en mercados internacionales más desarrollados, como el norteamericano o el inglés, la falta de promulgación de una normativa específica para las sociedades de pequeña y mediana dimensión ha hecho convivir a todas las sociedades cotizadas, con independencia de sus características propias en cuanto a estructura y necesidades, con un único régimen de comportamiento, que no es el más adecuado para empresas que, con un origen familiar, no pueden asumir sin grandes traumas pautas de comportamiento poco adecuadas a su situación y necesidades.

2. La necesidad de un nuevo marco legislativo nacional

Es preciso, por tanto, para satisfacer las demandas de los inversores de nuevas empresas cotizadas, y las propias de las empresas familiares, de cara a acceder a los mercados bursátiles, el diseño de una normativa que concilie las necesidades de financiación o liquidez de las empresas familiares, permitiéndolas acceder al mercado bursátil con la exigencia de unos estándares de comportamiento adecuados a la naturaleza y características de estas empresas, de modo que, mediante la creación de un régimen jurídico específico, se posibilite aquel acceso a los mercados, suavizando el rigor de las condiciones de admisión y permanencia en el mismo para este gran número de sociedades.

Por ello, entendemos que es necesario y urgente el diseño de un mercado institucional, que puede estar integrado por un buen número de sociedades y regulado por un marco normativo a mitad de camino entre el régimen puramente societario, propio de la sociedad anónima no cotizada, y la

gran sociedad cotizada en los mercados bursátiles con vocación global internacional.

V. EL PROBLEMA DEL CONTROL Y LA SALIDA A BOLSA DE LAS EMPRESAS FAMILIARES: LAS ACCIONES SIN VOTO

Uno de los aspectos que más preocupan a las empresas familiares cuando se plantean el escenario de sacar una parte de su capital al mercado de valores es la posible pérdida de control en la gestión de la sociedad. En definitiva, se trata de mantener la propia esencia de dicha tipología de empresas: su característica familiar.

En este sentido, la experiencia internacional, principalmente en el área de influencia anglosajona, con el desarrollo de una figura jurídica como las *acciones sin voto*, también llamadas preferentes, y su aceptación tanto por las empresas como por los mercados, ha permitido compatibilizar dos ideas que en principio pueden sonar contradictorias: el mantenimiento del control de la sociedad por los accionistas familiares y la apertura de la empresa al capital o accionistas externos a la familia.

En España, la realidad es que esta figura no ha sido apenas utilizada hasta la fecha. La legislación existente (Ley de Sociedades Anónimas, artículos 90 a 92), demasiado restrictiva, como se explicará en párrafos posteriores, junto a la poca vocación y los miedos de apertura a los mercados por parte de las propias empresas familiares, han condicionado la situación presente.

Sin embargo, y todo hay que decirlo, de forma satisfactoria, aunque también de última hora —tras la aprobación por parte del Pleno del Congreso de los Diputados, en su sesión del día 1 de octubre de 1998, de la Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores—, el marco jurídico de las acciones sin voto ha experimentado un cambio sustancial que elimina buena parte de las trabas que impedían el desarrollo de esta ti-

pología de acciones en nuestro país, tal y como señalaremos con posterioridad en este apartado.

Las acciones sin voto aparecieron históricamente en Estados Unidos (concretamente en el Estado de Nueva York, en 1855) y, de hecho, es en este país donde más emisiones de esta naturaleza se han realizado. En su desarrollo, los países del *common law* han creado acciones ordinarias sin voto. En el Reino Unido, por ejemplo, se han creado acciones privilegiadas con base en el dividendo percibido, existiendo, al mismo tiempo, una libertad absoluta en la configuración de los derechos de los accionistas sin voto. En estos ordenamientos, las acciones sin voto son un instrumento más de financiación de la sociedad, entre todos aquellos a los que se puede optar, que tienen el atractivo de permitir mantener el control al accionista dominante, que en el caso que nos ocupa es un grupo familiar.

Tampoco se puede olvidar el papel que las acciones sin voto pueden desempeñar como instrumento de protección preventiva contra las ofertas públicas de adquisición de acciones, pues si una parte del capital social se encuentra privada del derecho de voto, se dificultará la realización de cualquier eventual intento externo de toma de control.

VI. REGULACIÓN FRENTE AL LIBRE MERCADO EN LAS ACCIONES SIN VOTO

Uno de los puntos que más debate generan en torno a las acciones sin voto es la necesidad o no de que el ordenamiento jurídico fije restricciones y/o condicionantes a la emisión de esta categoría de acciones.

Existen dos grandes tendencias entre países respecto a la regulación de esta forma de capital sin derecho a voto: los que dejan al arbitrio del mercado la valoración de estas acciones y lo que supone, en términos de valor, la renuncia a la participación política; y otros países en los que se fija por ley el dividendo mínimo que ha de perci-

bir la acción preferente y el capital máximo a emitir con estas acciones.

Situados en este terreno y, antes de entrar en consideraciones propias de la regulación del caso español, parece oportuno estudiar qué sucede en otros ordenamientos jurídicos.

a) Estados Unidos

En este país, se dan dos condicionantes que hacen que lo observado en este mercado no esté influido por ningún factor exógeno: por un lado, el que la legislación posibilite la emisión de acciones preferentes sin fijar un máximo de capital emitido con ellas ni un dividendo mínimo (aunque éste puede ser fijado por las empresas); y por otro lado, la amplitud y profundidad del mercado americano.

Así, los resultados de la experiencia de un mercado que lleva bastante tiempo operando en este segmento y los estudios realizados al respecto muestran las siguientes conclusiones:

- Las acciones sin derecho a voto parten con un descuento en precio por el hecho obvio de tener sólo derechos económicos.
- El dividendo y la liquidez son las variables que pueden moldear este diferencial e ir equiparando la rentabilidad de los dos tipos de acciones.
- El efecto liquidez parece ser más importante que el del propio dividendo.

b) Reino Unido

En el Reino Unido, al igual que en Estados Unidos, tampoco existe límite cuantitativo a la emisión de acciones sin voto. En lo que respecta al dividendo preferente, la legislación lo delimita como un porcentaje fijo sobre el valor nominal de la acción, pero no se establece un mínimo obligatorio.

La realidad que se deriva de esta normativa es la existencia de alrededor de 500 emisiones de acciones preferentes en el Reino Unido, cantidad no sólo importante en cuanto a número sino por los volúmenes de emisiones que en algunos casos superan los 15.000 millones de libras.

c) Francia

La legislación francesa es una de las más restrictivas, estableciendo un máximo del 25 por 100 de capital para la emisión de las acciones sin voto y fijando un dividendo mínimo del 7,5 por 100.

d) Alemania

En Alemania se deja libertad a las sociedades para establecer el privilegio patrimonial, que podrá ser un porcentaje fijo o variable, estando el capital emitido con acciones preferentes limitado al 50 por 100 como máximo.

e) Otros países europeos

En Portugal e Italia la cifra mínima del dividendo preferente es idéntica a la española (5 por 100), si bien en Italia se refiere al valor nominal y no al importe de capital desembolsado, como en el caso español.

En Bélgica, las acciones sin voto no pueden representar más de un tercio del capital de la compañía, estando obligada la sociedad a fijar un dividendo mínimo, pero sin que la ley fije su cuantía.

VIII. EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL DE LAS ACCIONES SIN VOTO

Como ya se ha señalado en el apartado V, la legislación española que regula la emisión de las acciones sin voto acaba de experimentar un sustancial cambio tras la aprobación de la nueva Ley del Mercado de Valores, en la que se introducen sustanciales cambios a los artículos 90-92 de la Ley de Sociedades Anónimas, que regulaban precisamente esta categoría de derechos.

Sin embargo, para entender la profundidad de dichos cambios, resulta conveniente repasar cuáles han sido hasta la fecha las normas que han regido la emisión de las acciones sin voto.

1. Situación hasta octubre de 1998

Así, de forma general, la legislación establecía un importe máximo del 50 por 100 sobre el capital desembolsado y un dividendo mínimo del 5 por 100 sobre éste.

En la práctica, la acogida de esta institución no ha sido hasta la fecha muy favorable, especialmente entre las sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación bursátil. De entre las contadas excepciones, cabe destacar la emisión de acciones sin voto realizada por el Banco Guipuzcoano.

Las razones, de hecho, ya han sido mencionadas en la propia explicación de la normativa vigente hasta la reciente modificación. Por una parte, la onerosidad de un instrumento que obliga a garantizar una retribución anual mínima del 5 por 100, incrementada por los dividendos ordinarios que se repartan y dada la situación actual de los tipos de interés, parece poco menos que excesiva.

Así pues, la regulación de la acción sin voto hacía de ella un recurso caro y poco competitivo frente a la captación de recursos ajenos, por ejemplo, vía emisión de obligaciones. Por otro lado, si a lo expuesto le añadimos que la normativa fiscal ha favorecido el endeudamiento al admitir la deducibilidad del interés como gasto financiero, mas

no así la del dividendo, se entenderá perfectamente el poco éxito que en España ha tenido esta fórmula accionarial.

2. Situación a partir de la entrada en vigor de la nueva Ley de Reforma del Mercado de Valores

De forma esquemática, la nueva regulación introduce como principales cambios los siguientes:

a) *Sociedades cotizadas*

- La eliminación de la cifra del 5 por 100 como dividendo mínimo
- La eliminación de la recuperación del derecho de voto en caso de no reparto del dividendo mínimo
- La posibilidad de eliminar el derecho de suscripción preferente.

b) *Sociedades no cotizadas*

- La eliminación de la cifra del 5 por 100 como dividendo mínimo

En este sentido, el propio preámbulo de la nueva ley, recientemente aprobada, es bastante explícito en cuanto a la filosofía y los objetivos que han llevado a modificar estos aspectos, cuando señala que: «...no pueden dejar de mencionarse las modificaciones que se han incorporado en el ré-

gimen jurídico de las sociedades anónimas para favorecer una mejora en la financiación empresarial, especialmente a través de los mercados financieros».

Al amparo de esta reforma, se regulan de una forma más completa las denominadas acciones preferentes, y, en particular una subcategoría de éstas cuales son las acciones sin voto. «El ánimo del legislador es el de, teniendo en cuenta las circunstancias prácticas de control societario, permitir la financiación vía mercado con las suficientes garantías para los inversores a través de fórmulas de inversión que permitan el acceso al capital sin implicación, a través del correspondiente derecho de voto, en la gestión social. Ahora bien, la reforma es consciente de las diferencias entre sociedades cotizadas y no cotizadas, siendo más flexible el régimen predicado para las primeras, sobre la pauta de la mayor transparencia que reporta la disciplina de los mercados de valores».

En definitiva, con estos cambios se abre una nueva vía de financiación para las empresas familiares, cuyas características mencionadas al principio de esta nota las hacen muy proclives a la utilización de este instrumento, cuya nueva regulación en el ordenamiento jurídico español debería posibilitar un desarrollo que, por lo menos, sea mayor que el que ha experimentado hasta la fecha.