



*Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho
Mercantil*

2014/86

Junio 2014

LA PROPUESTA DE GENERALIZACIÓN DEL VOTO DIVERGENTE*

Juan Sánchez-Calero Guilarte

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail: jscalero@der.ucm.es

<http://www.ucm.es/dep-derecho-mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://eprints.ucm.es/>

Copyright © 2014 por el autor

* Este trabajo está destinado a los *Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Manuel García Amigo*.

LA PROPUESTA DE GENERALIZACIÓN DEL VOTO DIVERGENTE

Juan Sánchez-Calero Guilarte**

Resumen: El fraccionamiento del derecho de voto de un mismo accionista como presupuesto de su voto divergente se incorpora a los trabajos de reforma del Derecho de sociedades de capital. Este trabajo analiza la evolución normativa y apunta algunas cuestiones sobre el voto divergente.

Palabras clave: Accionistas, junta general, voto divergente.

Abstract: Breaking-up of voting rights pertaining to a same shareholder as precondition for the divergent voting has been included in the works for stock companies law reform. This paper analyzes the legal evolutions and points out certain issues about divergent voting.

Key Words: Shareholders, shareholders' meeting, divergent voting.

** Catedrático de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Complutense de Madrid.

SUMARIO:

I.-	PLANTEAMIENTO: EL VOTO DIVERGENTE DEL ACCIONISTA COMO SUPUESTO ESPECIAL	4
1.	La aparente sencillez del régimen legal del derecho de voto y los hechos nuevos	4
2.	El voto como expresión única de la voluntad del accionista y la doctrina científica a favor del voto divergente	6
II.-	PRÁCTICA SOCIETARIA Y VOTO DIVERGENTE	8
1.	Representación del accionista y voto divergente: una necesaria delimitación	9
2.	La admisión legal del voto divergente	11
	A) <i>La Directiva 2007/36/CE</i>	12
	B) <i>El Código Unificado de Buen Gobierno</i>	15
	C) <i>El artículo 524 LSC</i>	16
	D) <i>La Propuesta de Código Mercantil</i>	17
	E) <i>La Comisión de Expertos</i>	17
III.-	FRACCIONAMIENTO DEL VOTO Y VOTO DIVERGENTE	18
1.	La generalización del voto fraccionado	18
2.	Los fundamentos del fraccionamiento del voto	19
3.	Las entidades intermediarias	21
4.	Fraccionar para divergir	23
5.	Fraccionar con respecto a un acuerdo (o a una junta general)	25
6.	El accionista indirecto como delegado del accionista directo	25
7.	Los efectos del reconocimiento del voto divergente	27
8.	Las consecuencias del voto divergente sobre otros derechos del accionista	28

I. PLANTEAMIENTO: EL VOTO DIVERGENTE DEL ACCIONISTA COMO SUPUESTO ESPECIAL

1. La aparente sencillez del régimen legal del derecho de voto y los hechos nuevos

Forma parte de los derechos del socio en toda sociedad de capital el de «*votar en las juntas generales*», que proclama el artículo 93 c) de la Ley de Sociedades de Capital (LSC)¹. Es un derecho que se enuncia para cualquiera de los tipos de sociedades de capital como un derecho común a sus socios. Sin embargo, al igual que sucede con otros derechos políticos y económicos del socio, el derecho de voto presenta los perfiles propios que resultan de las normas especiales para cada una de tales sociedades y de su aplicación concreta en el seno de las mismas.

En la sociedad anónima, es la propiedad de las acciones la que «*atribuye*» al accionista el derecho de voto (art. 94 LSC), que podrá ejercitarlo directamente o por medio de representante. Estamos ante un derecho personal cuyo ejercicio directo o indirecto está vinculado a la condición de accionista, sin que sea admisible la cesión del mismo, como forma de impedir que participen en la junta general sujetos extraños al capital social (a salvo los supuestos excepcionales que la propia norma contempla para casos de usufructo o prenda)². Este principio, sin embargo, se ve confrontado con hechos nuevos que ponen en cuestión la relación entre el derecho de voto y el interés económico de quien lo ejerce con el interés social³. Estos fenómenos parecen indicar que las soluciones que se extienden en el seno de las sociedades cotizadas con respecto al derecho de voto plantean nuevos escenarios. El reconocimiento y la expansión del voto divergente operan en

¹ V., por todos, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho de sociedades*, vol. I, Valencia, 2010, pág. 632 y ss.

² V. la formulación clásica del principio ya en GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas* 3ª ed., t. I, Madrid, 1976, págs. 467-468.

³ Esta situación se observa en relación con una variedad de supuestos que aquí no podemos sino apuntar: préstamo de acciones, *empty voting* y demás instrumentos y contratos en los que se produce una escisión entre la tenencia de derechos políticos (control) y los derechos económicos.

ese sentido. No se está ante innovaciones que afectan únicamente al ejercicio de los derechos del accionista, sino ante prácticas que trascienden al funcionamiento de la junta general (pues inciden sobre la adopción de acuerdos), al principio de transparencia (en relación con el control) y al gobierno de una entidad.

Junto a su formulación elemental y general, el derecho de voto se ve sometido a distintas reglas particulares⁴. Así, entre las más conocidas figura la que prohíbe la emisión de acciones «*privilegiadas*», entendiéndose por tales las que comportan un derecho de voto de tal alcance que supone una alteración, directa o indirecta, de la proporcionalidad entre el valor nominal de las acciones (y el de la participación que en el capital) que detenta el accionista y el derecho de voto (art. 96.2 LSC). El supuesto más conocido, inspirador de la prohibición del privilegio en el voto, es el de las acciones con voto plural⁵. Una segunda regla particular es la que autoriza la posibilidad de emisión de acciones sin voto (art. 98 y ss. LSC). Al margen de esas y de las que privan del derecho del voto a ciertos accionistas (art. 83.1 LSC respecto del accionista moroso) y acciones [art. 148 a) LSC sobre acciones propias], el del voto no es un derecho que presente una singular complejidad en la delimitación normativa tradicional de su alcance y, sobre todo, de su concreto y efectivo ejercicio. Le resultan aplicables, claro está, las previsiones generales en cuanto a la posición del socio y al ejercicio de sus derechos (v. en especial el art. 97 LSC sobre la igualdad de trato).

El escenario general que resulta de esas disposiciones destaca al de voto como un derecho esencial, para la defensa de los intereses del propio titular y para el funcionamiento de la propia sociedad a través de la participación de aquél en la válida adopción de acuerdos sociales. A partir de esa elemental evidencia, el derecho de voto no plantea problemas singulares con respecto a su contenido o a la forma de su ejercicio. Asistiendo a la junta o delegando su ejercicio en su representante, el derecho de voto que a un accionista

⁴ V. el apunte de CAMPUZANO, A.B., «Artículo 93», en ROJO/BELTRÁN (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, t. I, Cizur Menor, 2011, pág. 796.

⁵ V. GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, cit., pág. 464 y ss.

otorgan sus acciones presenta la sencillez propia de la oportunidad y contenido que comporta su ejercicio. En relación con lo segundo, aparece una duda clásica cuando se plantea cómo puede o debe disponer el accionista de todos sus derechos de voto. Se plantea si el voto es único y no acepta soluciones parciales o si cabe un ejercicio del voto limitado al que atribuyen ciertas acciones y otras no o si, incluso, puede el accionista llegar a votar en un mismo asunto en sentidos opuestos. En concreto, sí puede contrariarse el propio accionista, emitiendo un voto dispar o, en terminología aceptada, un voto en sentido divergente, que es la expresión que recoge el artículo 524. 2 LSC. Como veremos, estamos ante un debate clásico de nuestro Derecho de sociedades anónimas que afronta nuevos hechos. Son éstos los que animan estas páginas.

2. El voto como expresión única de la voluntad del accionista y la doctrina científica a favor del voto divergente

El ejercicio del voto se proyecta siempre en relación con un acuerdo de la junta general. Como se ha apuntado, el accionista dispone del derecho político de contribuir a la formación de la voluntad social ejerciendo tantos votos como resulten de las acciones de las que es titular. Es indiferente que tal contribución la realice por medio de su asistencia a la junta o delegando el ejercicio de sus derechos de voto en un representante. Como también lo es que el voto sea de aprobación del acuerdo, de abstención con relación a lo que se propone o de oposición expresa y voto en contra.

En la aproximación histórica a la cuestión se venía admitiendo con carácter general que el voto de un accionista debiera ser único. Cualquiera que sea el sentido que tenga, el voto correspondiente a todas las acciones de un mismo dueño debe ejercerse de forma unitaria. Con respecto a cada acuerdo o, si se prefiere, en cada votación dentro de la junta general, el accionista debe expresar su voluntad en un mismo sentido. Los derechos de voto deben emitirse en la misma dirección con respecto a la decisión que se propone. La hipótesis de que un accionista pueda votar en varios sentidos contrarios (a favor o en contra del mismo acuerdo) o distintos (parte de sus votos votan pro o contra el acuerdo y otra parte de sus votos se suman a la abstención)

se contemplaba como un comportamiento contradictorio, cuando no absurdo⁶.

Sin ignorar la dificultad de partida del supuesto, la doctrina científica se planteaba la cuestión sobre si la hipótesis de voto dispar resultaba también ilícita. Al igual que en otros ámbitos, la manifestación de voluntad prestada de buena fe por un sujeto y que pretenda ser efectiva, no aparece como compatible con una actuación contradictoria en un mismo asunto. Al accionista se le reconoce la libertad para votar como quiera, pero sólo puede hacerlo en un único sentido. En línea con ese argumento se apunta que el derecho de voto del accionista es un derecho personal y cuyo ejercicio es difícil entender que tenga una justificación para el fraccionamiento contradictorio. Los votos no son de las acciones, sino que éstas se lo atribuyen a su titular. El derecho de voto no es un derecho vinculado con cada acción y susceptible de ejercicio autónomo. De manera que la solución pasaría por admitir únicamente la unidad del sentido del voto de un mismo accionista.

La contundencia de esa solución es aparente. No han faltado históricamente voces que la matizaban y advertían sobre la licitud del reconocimiento en ciertos supuestos de la dispar utilización del derecho de voto de un mismo accionista en relación con un acuerdo⁷. Esas autorizadas contribuciones doctrinales mantienen su vigencia, encontrando respaldos autorizados recientes⁸ comenzando por la de no confundir los problemas prácticos

⁶ Es gráfica la idea de Gierke que recoge RUBIO, *Curso de Derecho de sociedades anónimas*, 3ª ed., Madrid, 1974, pág. 351: «No hay ningún principio del derecho de sociedades anónimas que prohíba a un accionista ponerse en ridículo».

⁷ A pesar del tiempo transcurrido desde su publicación, sigue siendo obligada la referencia al trabajo de URÍA, «El derecho de voto del accionista», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1943, en especial págs. 23 a 26, que mantiene su vigencia. Con apoyo en la doctrina alemana de principios del siglo XX se planteaban las posiciones doctrinales favorables al reconocimiento de ese voto dispar o divergente del accionista. Otras contribuciones posteriores y autorizadas a favor del voto divergente fueron las de GIRÓN, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid (1952), pág. 313 y RUBIO, *Curso de Derecho de sociedades anónimas*, cit., págs. 350-351.

⁸ V. la exposición de MENÉNDEZ, A., «El voto divergente en las sociedades de capital», en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, t. II, Madrid, 2007, pág. 955 y ss. con amplias referencias a la bibliografía precedente; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Derecho de sociedades*, cit., págs. 418-419.

notorios que el ejercicio divergente del derecho de voto plantea y sobre los que hemos de volver, con la licitud de esa práctica⁹. En relación con esta cuestión, se observa una coincidencia al apuntar el criterio determinante para justificar el reconocimiento del derecho de voto divergente a un accionista: atendiendo a la personalidad de éste, se advierte que la posibilidad de un voto dispar (una manifestación de voluntad contradictoria) se corresponde con los legítimos intereses que ese accionista representa. Porque así como con relación al accionista persona física es difícil entender qué interés justifica permitir un voto dispar, cuando el accionista es una persona jurídica es razonable entender que en su seno anidan intereses indirectos variados y de sentido divergente con relación a ese acuerdo¹⁰. Intereses legítimos cuya atención reclama permitir al accionista votar de esa forma diferente o divergente.

Aún cuando no abundan los estudios específicamente dedicados a la cuestión durante la vigencia de nuestra legislación de sociedades anónimas, durante el Siglo XX¹¹, la irrupción de la cuestión en la configuración normativa de las sociedades cotizadas recuperó la actualidad del tema a través de autorizadas aportaciones¹² que pasan al siguiente estadio del problema. Superado el debate acerca de su licitud, el voto divergente propone problemas de alcance y aplicación de relevancia.

II. PRÁCTICA SOCIETARIA Y VOTO DIVERGENTE

A pesar de las autorizadas voces que admitían la posibilidad del reconocimiento de un voto divergente a favor de ciertos accionistas, fuera por la falta de un reconocimiento legal expreso del supuesto o por la complejidad que se adivinaba en la puesta en práctica de esa posibilidad, lo

⁹ Acertaba GIRÓN, *ob. cit.*, pág. 314 al reclamar «no anticipar la ilicitud al mero peligro».

¹⁰ URÍA, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1943, págs. 25-26 y RUBIO, *Curso, cit.*, pág. 351.

¹¹ V. el apunte sobre su admisibilidad y los problemas del voto divergente en relación con diversos acuerdos, en BADÍA, E., «Ejercicio del voto divergente o contrario del derecho de voto en las sociedades anónimas y en las limitadas», *Revista La Ley*, núm. 1, 1999, págs. 1642-1645.

¹² V. MENÉNDEZ, A., «El voto divergente en las sociedades de capital», *cit.*, pág. 956.

cierto es que el voto divergente quedó como una hipótesis societaria alejada de la práctica de nuestras empresas. En los observatorios que para el seguimiento de los problemas societarios constituyen la jurisprudencia y la doctrina registral, no son fácilmente localizables ejemplos del intento de su reconocimiento estatutario, o de conflictos societarios en relación con el mismo.

1. Representación del accionista y voto divergente: una necesaria delimitación

Antes de seguir adelante con la evolución del voto divergente en nuestro Derecho de sociedades anónimas cotizadas parece conveniente delimitar el supuesto de manera adecuada frente a otros supuestos cercanos.

El hecho de que un mismo accionista vote en una junta general de forma divergente puede deberse a varias situaciones. La que nos ocupa es la que afecta a los derechos de voto propios que corresponden a ese accionista, en función de la propiedad de las acciones reconocida por la propia sociedad. Un supuesto distinto es el que depara que el accionista que asiste a la junta, además de sus propios derechos de voto, esté en disposición de ejercitar otros que le han sido delegados por otros accionistas¹³. En ese escenario, el accionista puede votar a favor de un acuerdo en su propio nombre, y hacerlo en sentido distinto o contrario en cumplimiento de las instrucciones recibidas (arts. 184 y 186.1 LSC) o de la decisión adoptada por el representante ante circunstancias nuevas (conforme al art. 186.2 LSC). El accionista y representante ejerce votos propios y ajenos. Aparecerá un mismo sujeto votando en sentidos distintos, pero no estaremos ante el voto divergente de un mismo accionista, sino ante el voto correspondiente a distintos accionistas que, a pesar de compartir una misma representación, discrepan en cuanto al asunto sometido a la votación de la junta general.

¹³ BOQUERA MATARREDONA, J., «La reforma del régimen de representación del accionista en la junta general de las sociedades cotizadas», *Cuadernos de Derecho y Comercio* núm. 57, 2012, págs. 105-140.

La valoración del comportamiento del representante debe hacerse conforme a las reglas aplicables a la representación voluntaria y no implica que estemos ante el supuesto del voto divergente nacido de acciones propiedad de un mismo sujeto.

El fraccionamiento del voto como presupuesto de un posible voto divergente se ha diseñado a partir de una circunstancia especial, característica de las sociedades cotizadas: la presencia de accionistas que lo son por cuenta de otros. La diferencia entre ese accionista aparente y los accionistas reales impulsó la necesaria admisión de que el ejercicio del derecho de voto se adecuara a los intereses de los segundos. Las soluciones al respecto pasaban por reconocer, en primer término, que esos votos que corresponden a un mismo accionista puedan ser objeto de un uso fraccionado e, incluso, contrapuesto.

En este caso los escenarios pueden ser sustancialmente dos¹⁴, que aparecen esbozados en el artículo 524 LSC. El primer caso es el más llamativo: el accionista usa su derecho de voto en un sentido divergente. La explicación para ello la encontramos en que el dispar ejercicio por un mismo sujeto de los derechos de voto se debe al «*cumplimiento de instrucciones de voto diferente*» (art. 524.2 LSC). El segundo caso supone que el voto divergente se ejercita a través de representante, en quien el accionista (aparente) delegue su derecho de voto (art. 524.3 LSC). La delegación debe hacerse a favor de un tercero (puesto que la LSC no ha incorporado la opción de que sea el propio cliente o accionista indirecto, que sí acoge la legislación europea; v. infra II.2), cuya designación compete al cliente. En esa relación aflora una representación especial, puesto que se contempla expresamente una delegación múltiple, salvo que los estatutos de la sociedad limiten esa posibilidad. Con esta última posibilidad se vinculan de nuevo el ejercicio del voto divergente de un mismo accionista y el régimen de la representación. Vinculación que aflora con claridad en las normas tanto europea como española dictadas en estos últimos años y a las que se hace referencia en el siguiente apartado.

¹⁴ V. MENÉNDEZ, A., «El voto divergente en las sociedades de capital», *cit.*, pág. 956 y ss.

Estas páginas se limitan a exponer algunas cuestiones generales con respecto a la hipótesis del derecho de voto divergente, es decir, de la licitud del comportamiento de un accionista conforme al cual algunos de sus derechos de voto se aplican en un sentido distinto del resto. Esto rige para cualquier combinación imaginable: votar a favor y en contra, a favor y abstenerse o abstenerse y votar en contra. Si divergir es discrepar, la situación es de auto-discordancia. Un mismo sujeto ejerce un derecho individual en sentido distinto. Se trata de entender el alcance de esta posibilidad y de esbozar algunos aspectos de su aplicación práctica.

2. La admisión legal del voto divergente

La actualidad del voto fraccionado y del voto divergente tiene una causa normativa. El tratamiento del voto divergente cambió con la llegada del nuevo siglo, probablemente por la progresiva configuración de un régimen societario propio de las sociedades cotizadas, en el que se han venido abordando aspectos diversos del funcionamiento de sus órganos sociales. En relación con la junta general, el ordenamiento no podía ignorar la presencia creciente en el capital de esas sociedades de accionistas que, por su finalidad económica o por su estatuto legal, nos devolvían a la idea clásica del accionista que lo es por cuenta de otros. Aunque esa relación entre accionistas y sus mandantes puede presentar tantas variables como las que caracterizan a la inversión colectiva en los mercados financieros, lo decisivo es asignar el riesgo y la ventura de esa inversión a los clientes de quien deviene accionista formal. De forma que era razonable pensar que el voto divergente era el cauce natural para permitir a éste ejercer su derecho como accionista con sujeción a las instrucciones recibidas de cada uno de aquellos cuyos intereses gestionaba como parte de una actividad profesional.

Esa medida se insertaba no sólo en la clásica pretensión de activar o incentivar los derechos políticos de los accionistas, sino de hacerlo en una visión transfronteriza propia de la inversión internacional que fomenta la libre circulación de capitales e inversiones. Para ello era necesaria una mínima armonización de las reglas aplicables, aprovechando los avances

tecnológicos que fomentaban esa facilidad de comunicación y participación a distancia.

Ha sido la aceptación por la legislación europea de una especial solución para el ejercicio del derecho de voto la que delimitó el escenario que hoy rige en nuestro ordenamiento y la que establece sus orientaciones fundamentales.

A) *La Directiva 2007/36/CE*

La expresa admisión del voto divergente se remonta al Derecho europeo de sociedades por medio del reconocimiento de soluciones especiales en favor de ciertos accionistas, como cauce para incentivar la participación de éstos en las juntas generales¹⁵. Es en relación con lo segundo como la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas¹⁶ abrió la puerta a algo que se alejaba de los principios clásicos en materia del voto por el accionista, pero que parecía imprescindible en la construcción de un régimen más efectivo en relación con el ejercicio de ese derecho esencial en el plano de la participación de todo accionista¹⁷.

Siendo la solución general contraria a permitir que un accionista votara en distintos sentidos con respecto a un mismo acuerdo, la aparición en las grandes sociedades de los inversores institucionales obligaba a ofrecer a éstos una solución adaptada a las posiciones divergentes de sus clientes¹⁸. Si,

¹⁵ Sobre los antecedentes del proceso normativo europeo, v. YANES YANES, P., «El voto transfronterizo. Problemas y orientaciones político-legislativas en la Unión Europea», en RODRIGUEZ ARTIGAS y otros (Dir.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, t. I, Cizur Menor, 2006, pág. 463 y ss.

¹⁶ DOUE L 184, de 14 de julio de 2007, pág. 17 y ss.

¹⁷ V. RECALDE CASTELLS, A., «Reflexiones en relación con la Directiva sobre los derechos del socio en las sociedades cotizadas y su incorporación al Derecho español», en ABRANI/EMBID, (Dir.), *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, Valencia, 2011, págs. 45, 63 y 64.

¹⁸ V. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., «La Propuesta de Directiva sobre ejercicio transfronterizo de los derechos de voto», *Revista de Derecho de Sociedades* núm. 26, 2006, pág. 210 y ss. y MARTÍNEZ, «Sobre la transposición al Derecho español de la directiva de voto transfronterizo», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. y otros (Coords.), *La junta general de las sociedades de capital*, Madrid, 2009, págs. 351-352.

por ejemplo, una institución de inversión colectiva con una pluralidad de clientes tomaba una participación significativa en una sociedad cotizada, la previsible disparidad de opiniones de sus clientes con respecto a las propuestas de acuerdos justificaba la solución prudente y consistente en abstenerse de cualquier pronunciamiento. El principal inconveniente de este absentismo de los grandes accionistas era mantener a la junta general como un escenario en el que primaba por unas u otras razones la ausencia de los titulares del capital y su control por los administradores a través de la solicitud pública de representación.

Revitalizar la junta pasaba por fomentar la asistencia y el voto del mayor número posible de accionistas y, en consecuencia, con relación a lo que se dio en llamar los intermediarios financieros se terminó por reconocer el voto divergente por medio del artículo 13 de la Directiva, que apuntaba algunas reglas de obligada consideración por las legislaciones nacionales¹⁹. Adviértase que no pretendía el legislador europeo construir en el vacío el régimen para un concreto supuesto de ejercicio de derechos del accionista, sino algo siempre más complejo. La iniciativa europea se orientaba a actuar

¹⁹ Reglas que por la importancia que tienen a la hora de analizar nuestra LSC y su eventual reforma, aconsejan la transcripción íntegra del precepto europeo:

«Artículo 13. Supresión de ciertos obstáculos al ejercicio efectivo del derecho de voto

1. El presente artículo se aplicará cuando una persona física o jurídica reconocida como accionista por la legislación aplicable actúe a título profesional en nombre de otra persona física o jurídica («el cliente»).

2. Cuando la legislación aplicable supedita el ejercicio del derecho de voto de un accionista en el sentido del apartado 1 a obligaciones de información, dichas obligaciones no podrán exceder la comunicación de una lista en la que se indique a la sociedad la identidad de cada cliente y el número de acciones respecto de las cuales se ejerce el derecho de voto en su nombre.

3. Cuando la legislación aplicable imponga requisitos formales en cuanto a la autorización de un accionista en el sentido del apartado 1 para ejercer el derecho de voto, o en cuanto a las instrucciones de voto, dichos requisitos formales no excederán de lo necesario para la identificación del cliente, o para poder verificar el contenido de las instrucciones de voto, respectivamente, y resultarán proporcionados para alcanzar dichos objetivos.

4. Un accionista en el sentido del apartado 1 estará autorizado a emitir votos de distinto signo en función de las acciones a las que estén vinculados.

5. Cuando la legislación aplicable limite el número de representantes que puede nombrar un accionista de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10, apartado 2, dicha limitación no impedirá a un accionista en el sentido del apartado 1 del presente artículo otorgar una delegación de voto a cada uno de sus clientes o a un tercero designado por un cliente».

sobre las legislaciones estatales existentes. Su finalidad la expresaba de manera inequívoca la rúbrica de ese precepto: «*Supresión de ciertos obstáculos al ejercicio efectivo del derecho de voto*».

Del contenido de dicho precepto interesa extraer los siguientes aspectos destacados:

a) La disciplina favorable al reconocimiento legislativo del voto fraccionado resulta aplicable sólo a las sociedades cotizadas. No debiera existir problema con su extensión a otras sociedades anónimas por vía estatutaria.

b) El voto fraccionado se reconoce a favor de accionistas que sean personas físicas o jurídicas, pero siempre que esa actuación se realice con carácter profesional y en interés de otra persona física o jurídica. Esa relación profesional puede deberse a una variedad de relaciones contractuales que caracterizan hoy la inversión variable. Lo decisivo es el reconocimiento de que la condición de accionista se detenta en nombre de un cliente. Esta previsión explica que aparezca la referencia legal o estatutaria del voto fraccionado como una opción disponible para «*intermediarios financieros*».

c) Dado que el voto fraccionado sólo puede ser efectivo a partir de la revelación ante la sociedad de la relación existente entre el accionista formal y su cliente, la información exigible no podrá exceder de la comunicación a la sociedad participada de la identidad de cada uno de los clientes con respecto a los que se pretende ejercer el derecho de voto fraccionado y el número de votos que a cada uno de ellos corresponde. Esta comunicación deberá hacerla el accionista.

d) Los votos corresponden a las acciones. El cliente del accionista aparece como titular de un número de derechos de voto en atención a las acciones que se le atribuyen (cfr. art. 94.1 LSC) Esta idea, que nos devuelve a la discusión clásica sobre el voto divergente, la expresa la disposición europea al señalar que la comunicación que el accionista realiza a la sociedad debe indicar «*el número de acciones respecto de las cuales se ejerce el derecho de voto*» en nombre de ese cliente.

e) El deber informativo del accionista que pretenda la efectividad del voto fraccionado puede ampliarse a la verificación de las instrucciones de voto de cada uno de los clientes. Las disposiciones legales y estatutarias que se dicten al efecto se dice que deberán ser proporcionadas a esa pretensión de transparencia y no podrán imponer comunicaciones o informaciones que desde un punto de vista objetivo excedan de ese propósito. Por ejemplo, se debe comunicar cuál es la instrucción del voto pero no explicar la razón de esa decisión del cliente.

f) La consecuencia del fraccionamiento de los derechos de voto que corresponden a un mismo accionista en función de las instrucciones de sus clientes es la admisión explícita de un voto divergente de aquél. La divergencia será aparente, pues un mismo sujeto se presenta como emisor de manifestaciones de voluntad dispares sobre un mismo asunto. La justificación es que esos votos se corresponden con las instrucciones recibidas de cada uno de esos clientes y en atención a las acciones asignadas a cada uno de ellos.

g) Los accionistas profesionales que lo son por cuenta de sus clientes pueden acogerse a una representación múltiple en la junta general como expresión del fraccionamiento de los votos derivado de las instrucciones de sus clientes. Esa múltiple representación puede otorgarse a los propios clientes o a terceros designados por éstos. Ha de entenderse que cabe combinar ambas soluciones, de forma que ante una misma junta general, la delegación se otorgue a unos clientes o a terceras personas designadas por otros.

B) El Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG)

La simple elaboración de la Directiva 2007/36/CE influyó en los ordenamientos nacionales. En nuestro caso, su inicial acogimiento de la aceptación del voto fraccionado y divergente se produjo con ocasión de la aprobación del CUBG en 2006. Su Recomendación 6 permitía fraccionar el

voto²⁰, justificando esa medida en la defensa de los intereses de los accionistas extranjeros en el capital de sociedades españolas²¹.

La Recomendación fue atendida por nuestras sociedades cotizadas, cuyos estatutos y reglamentos admitieron expresamente el voto fraccionado y divergente²². Esas soluciones proponen no pocas cuestiones sobre las que volveremos más adelante.

C) El artículo 524 LSC

Probablemente por considerar que era una materia en la que era conveniente un acogimiento expreso del supuesto, la explícita aceptación legal del «*voto en sentido divergente*» se produjo con el artículo 524 LSC, que se ocupaba de ordenar las «*Relaciones entre el intermediario financiero y sus clientes a los efectos del ejercicio de voto*»²³. Como ya se ha indicado, los términos del citado precepto acogen los dos escenarios básicos de voto divergente: el que ejerce el propio accionista o el que se canaliza a través de una especial representación o delegación.

²⁰ Recomendación 6: «*Que las sociedades permitan fraccionar el voto a fin de que los intermediarios financieros que aparezcan legitimados como accionistas, pero actúen por cuenta de clientes distintos, puedan emitir sus votos conforme a las instrucciones de éstos*». Al respecto, v. RODRIGUEZ ARTIGAS, F., «Junta general y derechos del socio en las recomendaciones del Código Unificado a las sociedades cotizadas», *Estudios Homenaje Prof. Rafael García Villaverde*, cit., t. II, pág. 1112 y ss.

²¹ Siguiendo el planteamiento de la Directiva 2007/36/CE, la introducción de la Recomendación 6 partía de la necesidad de facilitar el «*voto transfronterizo*», en especial con respecto a los inversores que participaban en el capital de las sociedades españolas cotizadas «*a través de una cadena de intermediarios financieros que actúan como titulares fiduciarios (nominees), por cuenta del inversor último (beneficial owner)*».

²² De acuerdo con los últimos datos, el seguimiento de la Recomendación era total en los últimos años (desde 2011) en el caso de las grandes sociedades: v. CNMV, *Informe anual de Gobierno Corporativo de las Compañías del IBEX 35. Ejercicio 2012*, pág. 61. En el conjunto de sociedades cotizadas, el seguimiento de la Recomendación superaba el 92% de los casos (v. CNMV, *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Ejercicio 2012*, pág. 95). Es de destacar que la mayoría de las sociedades que reconocían no seguir la citada Recomendación 6 lo justificaba indicando que la necesidad de permitir el fraccionamiento del voto nunca se había planteado en sus juntas generales.

²³ Este precepto se añadió a la LSC por la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

D) La Propuesta de Código Mercantil

La Propuesta de Código mercantil comparte con el artículo 524 LSC la vinculación entre el voto divergente y la representación del accionista. Contempla distintos supuestos de voto en sentido dispar en su artículo 233.38 dedicado a la «*Representación en la junta general*»²⁴. De entre las varias situaciones que contempla figura la que consiste en el voto divergente de un mismo accionista, aunque a través de sus representantes: «*Si el accionista posee acciones de una misma sociedad en más de una cartera de valores, podrá nombrar distintos representantes, que podrán votar en forma diversa, para cada una de ellas en la misma junta*» (apartado 1). El voto divergente del representante de varios accionistas se contempla igualmente en el apartado 2 de dicho artículo: «*El representante podrá tener la representación de más de un accionista sin limitación en cuanto al número de accionistas representados. Cuando un representante tenga representaciones de varios accionistas, podrá emitir votos de signo distinto en función de las instrucciones recibidas por cada accionista*».

E) La Comisión de Expertos

El pasado mes de octubre de 2013 se presentó el Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas elaborado por la Comisión de Expertos que a tal efecto creó el Gobierno²⁵. Dentro de este interesante documento aparece una propuesta de reforma para el supuesto que nos ocupa²⁶. Esa propuesta plantea lo que podríamos enunciar como una extensión o generalización del voto divergente en el sentido de que ya no afectará sólo a los intermediarios financieros que tengan la condición de accionistas de una sociedad cotizada, sino también a cualquier otra «*entidad intermediaria*». Es una iniciativa que

²⁴ MINISTERIO DE JUSTICIA, *Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación*, Madrid, 2013, pág. 224.

²⁵ La Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo se creó por Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013, publicado por la Orden ECC/895/2013, de 21 de mayo.

²⁶ Las reformas concretas que propone el Estudio han sido objeto de anotaciones en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* núm. 133, 2014. En relación con este punto v. CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., «Votaciones en la junta general», pág. 194.

de aprobarse se concretará en la reforma del citado artículo 524 LSC²⁷. Se trata de un cambio de indudable trascendencia por cuanto amplía el alcance de la figura.

III. FRACCIONAMIENTO DEL VOTO Y VOTO DIVERGENTE.

1. La generalización del voto fraccionado

En materia de fraccionamiento del voto se propone una modificación aparentemente reductiva del artículo 524 LSC, pero que tiene un alcance cualitativo que no puede desconocerse. Adviértase el cambio que se produce entre la rúbrica vigente de ese precepto («*Relaciones entre el intermediario financiero y sus clientes a los efectos del ejercicio de voto*») y la que se propone («*Delegación de la representación y ejercicio de voto por parte de entidades intermediarias*»). Desaparece como protagonista del voto divergente el «*intermediario financiero profesional*» del que habla el artículo 524.1 LSC y la relación entre ese intermediario y sus «*clientes*» y se sustituye por la que mantienen «*entidades*» que son accionistas de una sociedad cotizada y sus socios. Asistimos a una generalización de una posibilidad que hasta ahora estaba legalmente reservada a los intermediarios financieros. El Informe dice que «*debe admitirse con carácter general en nuestro sistema*» el voto divergente para aquellas entidades que aparecen como accionistas pero que actúan por cuenta de distintas personas. La generalización no se refiere a las sociedades de capital, puesto que el voto divergente se reconoce sólo para las sociedades cotizadas. A lo que apunta es a los protagonistas de esa posibilidad, que dejan de ser intermediarios financieros (es decir, instituciones sometidas a un estatuto especial y que mantiene la participación en el marco de su actividad profesional ordinaria), y pasan a ser, simplemente, «*entidades*». No se explica la razón que imponga esa admisión y los perfiles de los supuestos beneficiarios tampoco se explican con claridad.

²⁷ Las reformas propuestas por el repetido Estudio, se han incorporado al Anteproyecto Ley por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo y que puede consultarse en www.tesoro.es.

2. Los fundamentos del fraccionamiento del voto

El voto divergente plantea un problema simple en relación con el ejercicio del derecho de voto, tal y como se han encargado de ilustrar las cualificadas aportaciones doctrinales al respecto²⁸.

El artículo 93 LSC dice que, entre otros, el socio tendrá el derecho de votar en las juntas generales. Ese derecho, sin embargo, no es personal, sino que viene dado a través y en proporción a la participación en el capital social. Es un derecho que, como otros, al accionista se lo atribuyen las acciones de las que sea titular (art. 94.1 LSC). Un derecho cuyo ejercicio puede delegarse en un representante. Son muchas las expresiones dentro de la LSC de esa ilustración, entre las que cabe citar las mayorías que se computan con respecto al capital o la existencia de acciones (no los accionistas) sin voto.

Sentada esa regla, la cuestión fundamental ya se apuntó: es si en relación con un acuerdo el accionista puede utilizar parte de sus acciones para ejercitar determinados derechos en un sentido, a la vez que usa otra parte para votar en sentido contrario. Es una divergencia que se ampara en la variedad de derechos de voto derivados de las acciones, pero que presentan a su titular como un actor contradictorio. En principio, la regla básica es que un accionista no puede fraccionar su participación para votar en sentido divergente un mismo acuerdo. A partir de ahí surgen hipótesis que llevan a modular esa regla en función de una serie de situaciones. La primera es la de la representación. Es obligado aceptar, por ejemplo, que un accionista vote a favor de un acuerdo con los votos que atribuyen sus acciones, a la vez que se pronuncia en contra con los votos que comportan las acciones representadas, por así haberle instruido su titular²⁹.

²⁸ V., por todos, MENÉNDEZ, A., «El voto divergente en las sociedades de capital», *cit.*, pág. 959 y ss.

²⁹ V. SÁNCHEZ CALERO, F., «Presente y futuro de la junta general: propuestas y reforma», en *La junta general de sociedades de capital cuestiones actuales*, Madrid, 2009, Academia Matritense del Notariado, pág. 121 y ss. y BOQUERA MATARREDONA, J., *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 57, 2012, pág. 105 y ss.

La situación se complica en el caso de las sociedades cotizadas con la aparición de una serie de accionistas que lo son en función de su actividad profesional. En esta categoría cabe citar a los intermediarios financieros e inversores institucionales. La simultánea gestión de una pluralidad de patrimonios o de inversiones colectivas sitúa con frecuencia a esos sujetos ante la necesidad de atender instrucciones contradictorias de sus clientes en relación con la votación de un mismo asunto. Son quienes aparecen registrados como accionistas -titulares con frecuencia de participaciones significativas- pero lo son por cuenta de otros. Esa disparidad entre titularidad formal y real la explica de forma precisa el Informe de la Comisión y fue la que animó el reconocimiento a favor de los intermediarios financieros del voto divergente³⁰. Es una medida obligada desde el punto de vista de la revitalización de la junta, puesto que de no permitirse el fraccionamiento y divergencia en ese derecho el riesgo que se corre es el de bloquear esas participaciones. Ante las posturas contrapuestas de sus clientes en relación con un determinado asunto, el intermediario/accionista optará por no participar en la junta. Si ese absentismo lo comparten los varios intermediarios/accionistas presentes en una misma sociedad, un porcentaje sustantivo del capital se alejará de la toma de decisiones.

Volviendo a nuestra reforma y en cuanto a la necesidad de la medida, el Informe alega la coherencia con la actual Recomendación 6ª del CUBG. La primera consideración que suscita este tránsito desde lo recomendado a una norma imperativa es siempre la de su justificación. Más clara aparece la dudosa validez del precedente. Esta Recomendación se diseñó ante el vacío normativo³¹. Constituyó un acierto acoger una opción ya prevista en el ordenamiento europeo, aunque la desconociera la LSA entonces vigente. En todo caso, esa Recomendación resultaba plenamente coherente con el régimen legal plasmado en el artículo 524 LSC³². En aquella Recomendación

³⁰ Tal reconocimiento se produjo especialmente por medio del ya mencionado artículo 13 de la Directiva 2007/36/CE de 11 de julio de 2007.

³¹ La introducción de la Recomendación 6ª la justificaba el CUBG en su página 16 en los siguientes términos: «*Se trata de una posibilidad que el Código quiere promover y que ya es admitida por numerosas sociedades españolas, aunque no esté contemplada de forma expresa en la Ley de Sociedades Anónimas*».

³² El citado artículo 524 fue añadido por el artículo 2.3 de la Ley 25/2011, de 1 de agosto.

se aconsejaba permitir el fraccionamiento del voto a favor de «*intermediarios financieros... que actúen por cuenta de clientes distintos*», es decir, en un supuesto afín al descrito el artículo 524.1 LSC. La propuesta de modificación del artículo 524 LSC implica una alteración del supuesto, sobre todo por la generalización de esa posibilidad de ejercicio de voto fraccionado y, en su caso, divergente.

3. Las entidades intermediarias

La interpretación de la modificación acogida en el artículo 524 del Anteproyecto debe arrancar del significado del término «*entidades*» (apartado 1) o «*entidades intermediarias*» (apartado 2). Parece apuntarse a una persona jurídica que ocupa una posición instrumental entre la sociedad emisora de las acciones y los titulares reales de éstas. Porque se parte de que es la entidad la que aparece legitimada como accionista en virtud de los registros contables, pero que actúa por cuenta de diversas personas. Aquella aparece como el accionista directo (ante la sociedad, ostenta tal condición), mientras que éstos son accionistas indirectos. El ejercicio del derecho de voto debe adaptarse a esa situación.

La modificación del artículo 524 LSC que se propone en los trabajos de la Comisión de Expertos prescinde de la existencia de un vínculo profesional entre la llamada entidad intermediaria que aparece como accionista y sus clientes o titulares indirectos de las acciones. En esa condición siguen teniendo cabida, por supuesto, los intermediarios financieros que actúan por cuenta de sus clientes, pero también cualquier sociedad constituida a tal efecto, es decir, como mero vehículo a través del que ostentar una participación en el capital de una sociedad cotizada. El caso más frecuente es el de la sociedad a través de la cual los miembros de una misma familia comparten dicha participación.

En principio, parece que una simple sociedad limitada pudiera encuadrarse en esa definición de entidad intermediaria. El voto correspondiente a la sociedad debería poder asignarse a cada uno de sus socios en proporción a su participación en el capital social. Asignación que reclama, además, que se

acredite que esa entidad «*actúa por cuenta de diversas personas*». Esta es una circunstancia de hecho que debe ser acreditada, como presupuesto para que la posibilidad del voto divergente cobre efectividad. En el caso de los intermediarios financieros o instituciones de inversión colectiva, esa circunstancia se presume. La actuación por cuenta de los clientes deriva de su propio estatuto legal. En estos casos a favor de la naturaleza instrumental o intermediaria jugará que esa entidad sea tenedora, exclusivamente, de esa participación en una sociedad cotizada y que la gestión de esa inversión conforme a las instrucciones de sus socios resulte de sus estatutos, pactos parasociales o cualquier otra expresión contractual que someta el ejercicio de los derechos como accionista en la sociedad cotizada a las instrucciones de sus socios: éstos son los titulares reales (aunque lo sean indirectamente o como últimos beneficiarios).

Sin adentrarnos en un extenso casuismo, la acreditación de esa naturaleza intermediaria es algo que deberá ser reconocido por la sociedad. Tal reconocimiento debiera producirse en un primer momento con ocasión de los trámites destinados al reconocimiento del accionista legitimado para asistir (cfr. art. 189 LSC). Esto no precisa de trámite alguno con respecto a intermediarios financieros (la gestora de instituciones de inversión colectiva, la de carteras, etc.), de cuyo estatuto se desprende, como regla general, que tienen la condición de gestores de los intereses de sus clientes (los accionistas indirectos o finales) y cuyas instrucciones pueden determinar la necesidad de un ejercicio fraccionado del voto.

Más imprecisa es la asistencia y actuación de esas intermediarias no financieras. La posibilidad del fraccionamiento del derecho de voto que deriva de su participación parte de la existencia de que esa entidad es accionista «*por cuenta de diversas personas*» (art. 524 del Anteproyecto). De esta manera se descarta que pueda acogerse a dicha posibilidad la sociedad unipersonal a través de la que una persona física o jurídica mantiene su participación en el capital de la sociedad cotizada.

La condición de entidad intermediaria deberá ser declarada en la fase previa a la junta y reconocida por la sociedad. Como consecuencia de ese

reconocimiento, en segunda instancia, el reconocimiento de la aptitud de ese accionista intermediario se materializa en el acto de la junta general. Es durante el desarrollo de ésta cuando el fraccionamiento del voto se hace posible como presupuesto para que una misma participación en el capital permita a su titular ejercer el derecho de voto de forma divergente en relación con uno o varios acuerdos. El ejercicio de esa opción se ve sometido en los estatutos y reglamentos de junta general de algunas sociedades, al criterio del presidente de la misma. La actuación de la sociedad y de sus representantes en la fase previa de la junta y en su desarrollo en materia de fraccionamiento del voto debe estar presidida por criterios objetivos de actuación, descartando una conducta arbitraria que desemboque en la aceptación o rechazo del voto fraccionado en función de quien pretenda utilizarlo.

4. Fraccionar para divergir

El fraccionamiento del voto se admite como paso previo a la divergencia en su uso. Las instrucciones diversas de los clientes o accionistas indirectos obligan a fragmentar una participación en función de la cuota que a cada uno de éstos se reconoce en la participación que «*comparten*» en el capital de la sociedad. Para los intermediarios financieros, el fraccionamiento del voto será la regla habitual. La pluralidad de clientes implicados en esa inversión/participación es la circunstancia que permite prever posiciones variadas y abiertamente contradictorias a la hora de votar sobre la gestión y aplicación de resultados de una sociedad cotizada o la retribución de sus administradores, por citar los asuntos que provocan una mayor variedad de criterios. Otra cosa será la discrepancia que aflora en entidades intermediarias no financieras. En éstas, el fraccionamiento del voto de su participación expresa discrepancias en ámbitos de inversión más reducida. El ejemplo típico es el de la sociedad que agrupa la participación de los inversores pertenecientes a una misma familia (entendida en sentido amplio). El voto divergente en la junta de la sociedad participada suele ser el anuncio de discrepancias profundas en la propia entidad intermediaria.

El fraccionamiento del voto plantea si estamos ante una medida autónoma. La norma no autoriza el fraccionamiento del voto en todo caso y como regla general que corresponde a cada cliente o accionista indirecto. El fraccionamiento no aparece como necesario para un ejercicio concurrente del derecho de voto. Recurrir al voto fraccionado no es una facultad de la propia entidad intermediaria (el accionista directo), sino una derivación de su naturaleza fiduciaria, que somete el ejercicio del derecho de voto a los intereses ajenos que gestiona. La admisión del fraccionamiento del voto se produce como presupuesto de un voto divergente, como solución que trata de adaptar el derecho de voto a la propia titularidad real o final de la participación.

Si los accionistas indirectos no ven traducidas sus instrucciones en un ejercicio concreto del voto, la efectividad de sus derechos se ve cuestionada. Esto sucede en perjuicio de todos sus partícipes cuando la entidad intermediaria debe optar por abstenerse (ante la divergencia interna), o cuando atiende sólo las instrucciones de algunos de ellos y desatiende las de otros (que son los perjudicados). De manera que si dos o más partícipes o socios de esa intermediaria expresan su divergencia en relación con uno o más asuntos, el fraccionamiento está justificado. Al igual que cuando la divergencia no nace de una contradicción absoluta de las instrucciones, sino de la opción a favor de abstenerse que solicitan algunos accionistas indirectos, a diferencia de los que instruyen para que se vote a favor o en contra.

La justificación del fraccionamiento del voto desaparece allí donde no se dan esas instrucciones distintas. Si todos los accionistas comparten una misma instrucción, el voto es único. Es más, si se permitiera el fraccionamiento podría estar abonándose una situación cuando menos cuestionable. Pensemos en que siendo una entidad intermediaria titular de una participación del 15% del capital y existiendo una limitación máxima del número de votos en el 5% del capital, sus tres socios solicitaran el fraccionamiento del voto. Ejercitado el voto en igual sentido y en relación con un mismo acuerdo, el fraccionamiento del voto se habría convertido en una fácil vía de elusión de esa limitación estatutaria que, sin embargo, resultaría

plenamente aplicable a aquellos accionistas que no pudieran estar encuadrados en la categoría de la entidad intermediaria.

5. Fraccionar con respecto a un acuerdo (o a una junta general)

En su reconocimiento normativo, la solicitud del ejercicio fraccionado del derecho de voto no se plantea con relación a la celebración de la junta general, sino con respecto a cada uno de los acuerdos para los que se solicita el voto de los accionistas. Este hecho reviste al voto fraccionado de una complejidad en su aplicación práctica que no es desdeñable. De ahí que sea previsible que su admisión se traduzca en una adecuada contemplación en los estatutos y reglamentos corporativos, tanto con respecto a su planteamiento, como a su ejecución. Parece que el fraccionamiento vendrá determinado por las discrepantes reacciones de los accionistas indirectos ante la convocatoria y que esa situación requiere de la entidad intermediaria una previa advertencia a la sociedad participada. Pero puede imaginarse que la discrepancia se plantea en un momento posterior, durante la propia junta.

Admitir el ejercicio sobrevenido del voto divergente puede encontrar alguna resistencia. Por otro lado, el de voto es un derecho cuyo ejercicio puede verse precedido por el de otros derechos de los que suele decirse que son instrumentales o accesorios de aquél. La norma permite un ejercicio fraccionado sólo del derecho de voto, pero las mismas justificaciones de esa solución podrían utilizarse para inspirar su extensión en relación con los otros derechos políticos del accionista. Un ejemplo simple lo encontramos en el de información o en el de proponer acuerdos.

6. El accionista indirecto como delegado del accionista directo

La nueva formulación que se propone para el voto divergente se completa con la autorización de que las diversas posiciones de los accionistas indirectos se transformen en la correspondiente delegación del voto que correspondería a la entidad intermediaria. Se produce de esta manera un ciclo completo: si hay unos accionistas indirectos que se relacionan con la sociedad a través de un intermediario común que aparece como accionista

directo, la delegación del voto por éste en sus clientes o dueños supone el ejercicio directo del derecho por su titular real o último beneficiario.

El artículo 524.2 del Anteproyecto LSC abre la puerta a esta posibilidad y lo hace advirtiendo que la delegación puede ser también a favor de terceros designados por los accionistas indirectos. Es una situación llamativa, pues supone que quien suele actuar como representante habitual y gestor de los accionistas indirectos se vea obligado a nombrar un representante ocasional. Nombramiento que será dirigido por los inicialmente representados (los accionistas indirectos) que ahora tiene que nombrar un nuevo representante. Es un supuesto que reclama mayor precisión a la hora de definir el papel de estos delegados. En especial porque su apoderamiento o delegación se entiende que operará sólo para el ejercicio del voto en relación con el asunto en el que se haya puesto de manifiesto el criterio divergente entre dos o más accionistas indirectos. Situación que genera alguna duda en cuanto a su compatibilidad con el sistema general de representación del accionista, que se ha diseñado para la asistencia a la junta (art. 184 y ss. LSC) y no para un asunto concreto.

Puede llegar a entenderse que esa delegación específica que establece el artículo 524.2 del Anteproyecto LSC ofrece un escenario afín al de la revocación de la representación. No es el representado el que asiste personalmente a la junta (cfr. art. 185 LSC), pero sí un nuevo representante designado *ad hoc* con relación a un concreto asunto.

Para la sociedad cotizada y para la mesa de la junta general no resulta sencillo seguir estos cambios en la representación de un mismo accionista. La solución también se vislumbra compleja, pues no es imaginable que el interés de un accionista indirecto por comparece en la junta y votar en un concreto asunto desemboque en su condición de representante de la entidad intermediaria para toda la junta.

7. Los efectos del reconocimiento del voto divergente

El reconocimiento a favor de las entidades intermediarias de la posibilidad de que se fraccione el voto entre sus socios y que éstos puedan votar en sentido divergente no deja de abrir otras cuestiones, que aquí basta con apuntar. La primera es la de si el voto divergente no puede ser la vía para introducir una discriminación entre accionistas allí donde existan cláusulas limitativas del número máximo de votos³³.

La segunda consideración lleva a vincular el fraccionamiento del derecho de voto con aquellas situaciones en las que la tenencia de una determinada participación en el capital (y la consiguiente tenencia de derechos de voto) da lugar a la aplicación de normas imperativas, limitativas o prohibitivas. La enunciación puede ser amplia, con lo que nos limitaremos a algunos supuestos ilustrativos. El primero lo depara la aplicación del artículo 42.1 del Código de Comercio a partir de la existencia del control. Si una «*entidad intermediaria*» conforme al artículo 524 del Anteproyecto LSC detenta la mayoría de los derechos de voto en una sociedad cotizada, ello obliga, en principio, a la consideración de que aquella es una sociedad dominante obligada a la formulación de cuentas consolidadas del grupo. Ahora bien, si se considera que esa participación se detenta por cuenta de dos o más socios de aquella entidad, el control y el consiguiente deber contable se dirá que decaen como consecuencia del fraccionamiento del derecho de voto. El mismo argumento servirá cada vez que se quiera aplicar una norma que parte de la existencia de una relación de grupo entre la repetida entidad y la sociedad participada.

³³ Ya se ha hecho referencia al problema al argumentar en contra de un fraccionamiento de voto que no obedece a divergencias de criterio entre los accionistas indirectos (v. *supra* III.4.). El problema pervive también cuando lo que se solicita es un voto divergente. Un ejemplo que ilustra esa idea: en una sociedad cotizada, A tiene un 8% del capital. La entidad intermediaria B (cuyo capital comparten por tercios tres miembros de una misma familia) tiene un 15 %. La limitación estatutaria del número máximo de votos está en un 5 % del capital. Alegando que B es accionista por cuenta de sus socios, se reconoce el fraccionamiento del derecho de voto y la posibilidad de ejercerlo conforme a sus respectivas instrucciones. Si todos ellos o, al menos, dos, comparten esas instrucciones, puede entenderse que la limitación estatutaria no afecta a B (e indirectamente a sus socios).

Otro supuesto lo ofrecen los deberes legales de hacer o de abstención. Cabe pensar en deberes de notificar o comunicar o en la prohibición de adquirir salvo que se cumpla una condición legalmente establecida. Que una sociedad cotizada recoja en sus estatutos la posibilidad de voto fraccionado y divergente servirá para negar que los socios de una entidad intermediaria protagonicen una acción concertada.

Esa misma previsión incide sobre el ejemplo de las reglas en materia de conflicto de intereses y derecho de voto (art. 523 LSC).

8. Las consecuencias del voto divergente sobre otros derechos del accionista

Una de las expresiones más claras del carácter excepcional que presenta el ejercicio divergente del derecho de voto es la repercusión que ello pueda merecer con vistas al ejercicio de otros derechos reconocidos a favor del accionista. Una vez adoptado el acuerdo en el que se ha producido tal voto divergente, la cuestión que cabe plantear es cómo se despliegan los efectos de ese acuerdo sobre los distintos intereses contrapuestos a través de esa votación. El ejemplo clásico e ilustrativo es el de la impugnación del acuerdo ¿Debe reconocerse la legitimación al accionista que sólo ha votado parcialmente en contra del acuerdo (art. 206.2 LSC)? ¿Debe reconocérsele la legitimación para intervenir en un proceso a favor del acuerdo por él impugnado, teniendo en cuenta que ciertos derechos de voto participó en su adopción? Cuestiones similares cabe plantear con relación a otros derechos que la adopción del acuerdo hace nacer a favor del accionista. Aquí sólo podemos mencionarlas a los efectos ya advertidos del alcance que puede terminar revistiendo el reconocimiento del voto divergente.