



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**LAS ACCIONES DE LEALTAD:
¿REMEDIO EFICAZ FRENTE AL
CORTOPLACISMO?**

Autor: Gerardo López Álvarez

5º E-3 B

Derecho Mercantil

Director: Miguel Martínez Muñoz

Madrid

Abril de 2021

RESUMEN

Durante los últimos años, las legislaciones de los Estados han tratado de contrarrestar el cortoplacismo del que, aparentemente, adolecen muchas de las sociedades cotizadas. Con este propósito, han surgido múltiples iniciativas que persiguen incentivar la adopción de políticas largoplacistas tanto por los inversores institucionales (teóricos causantes de este cortoplacismo) como por las propias sociedades. De entre todas ellas, una de las que ha irrumpido con mayor fuerza ha sido la de las *loyalty shares*, que ha venido a cuestionar el principio de proporcionalidad como uno de los pilares fundamentales del derecho de sociedades, mediante la concesión de determinadas ventajas a los socios leales, principalmente, en forma de dividendo o voto.

Tras la aprobación, no exenta de controversia, de las *loyalty shares* por varios Estados europeos, el legislador español ha optado por incorporarlas a nuestro ordenamiento jurídico con ocasión del procedimiento normativo de transposición de la Directiva (UE) 2017/828 a través de la Ley 5/2021, de 12 de abril. Se trata de una reforma legal sobre cuyo contenido no existe una posición doctrinal unánime. Con el objetivo de esclarecer las dudas sobre la necesidad e idoneidad de esta reforma, se ha llevado a cabo un estudio exhaustivo en el que se han analizado la regulación de las *loyalty shares* en España y en derecho comparado y el fundamento jurídico y económico de este instrumento societario. Mediante el trabajo realizado, se han identificado las principales ventajas y desventajas que las *loyalty shares* llevan aparejadas, lo cual nos ha llevado necesariamente a replantearnos la oportunidad y conveniencia de su regulación.

Palabras clave: acciones de lealtad, cortoplacismo, dividendo mejorado, principio de proporcionalidad, sociedades cotizadas, voto reforzado.

ABSTRACT

In recent years, national legislations have sought to counteract the short-termism apparently suffered by many listed companies. To this end, many initiatives have arisen that seek to encourage the adoption of long-term policies both by institutional investors (the alleged source of this short-termism) and by the companies themselves. One of the initiatives that has emerged with the greatest force is that of loyalty shares, which has challenged the proportionality principle as one of the key pillars of corporate law, by granting certain advantages to loyal shareholders, mainly in the form of dividends or voting rights.

Following the approval, not without controversy, of loyalty shares by several European States, the Spanish legislator has decided to incorporate them into our legal system on the occasion of the regulatory procedure for the transposition of Directive (EU) 2017/828 through Law 5/2021, April 12. There is no unanimous doctrinal position on the content of this legal reform. With the aim of clarifying the doubts about the need and suitability of this reform, an exhaustive study has been carried out on the regulation of loyalty shares in Spain and in comparative law, as well as on the legal and economic basis of this corporate instrument. By means of this work, loyalty shares' main advantages and disadvantages have been identified, necessarily leading us to reconsider the convenience of their regulation.

Keywords: loyalty shares, short-termism, loyalty dividend, proportionality principle, listed companies, loyalty voting right.

ÍNDICE

CAPÍTULO I	5
1. INTRODUCCIÓN	6
1.1. El “problema” del cortoplacismo	6
1.2. La quiebra del principio de proporcionalidad	9
1.3. Las acciones de lealtad o <i>loyalty shares</i>	11
CAPÍTULO II	13
2. TIPOS DE ACCIONES DE LEALTAD	14
2.1. El dividendo mejorado	15
2.1.1. Francia.....	15
2.1.2. Italia.....	16
2.1.3. Países Bajos	17
2.2. El voto reforzado.....	18
2.2.1. Francia.....	18
2.2.2. Italia.....	21
2.2.3. Bélgica	24
2.2.4. Países Bajos	26
2.3. Las <i>loyalty shares</i> y los <i>loyalty warrants</i>	29
CAPÍTULO III	31
3. CABIDA DE LAS ACCIONES DE LEALTAD EN NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO	32
3.1. El dividendo mejorado	32
3.2. El voto reforzado.....	33
3.3. Las <i>loyalty shares</i> y los <i>loyalty warrants</i>	35
CAPÍTULO IV	36
4. LEY 5/2021, DE 12 ABRIL	37
4.1. Introducción	37
4.2. Las acciones con voto doble por lealtad.....	37
4.3. Mayorías y quorums necesarios para su aprobación	39
4.4. Cláusula de extinción y eliminación de la previsión estatutaria.....	40

4.5. Cómputo del voto por lealtad.....	43
4.6. Acreditación del periodo de lealtad: el libro registro especial.....	45
4.7. Transmisión de las acciones con voto doble	46
4.8. Otras cuestiones	47
<i>CAPÍTULO V.....</i>	<i>49</i>
5. VALORACIÓN DE LAS ACCIONES DE LEALTAD	50
5.1. Ventajas de las acciones de lealtad	50
5.2. Desventajas de las acciones de lealtad.....	52
<i>CAPÍTULO VI.....</i>	<i>55</i>
6. CONCLUSIÓN	56
7. BIBLIOGRAFÍA	59
7.1. Legislación	59
7.2. Jurisprudencia.....	63
7.3. Obras doctrinales	63
7.4. Recursos de internet	67

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

1. INTRODUCCIÓN

1.1. El “problema” del cortoplacismo

Desde la crisis financiera de 2008, a la que se afirma que contribuyó el cortoplacismo¹, este se ha convertido, sin lugar a dudas, en una de las mayores fuentes de inquietud para los Estados en el ámbito del derecho societario. El cortoplacismo o *short-termism* (en inglés) no deja de ser un sesgo psicológico por el cual los agentes económicos sufren de una “miopía”² que les conduce a adoptar decisiones que tienen por objeto la consecución de un beneficio dentro de un periodo de tiempo relativamente breve. Si bien el cortoplacismo no tiene por qué ser siempre pernicioso, pudiendo llegar incluso en ocasiones a ser necesario acudir a él, el problema se plantea cuando se convierte en el *status quo*, en la regla general, momento este en el que la estabilidad societaria puede verse amenazada³.

Pero, ¿quiénes son los responsables de este cortoplacismo? Para un sector mayoritario de la doctrina lo son los inversores institucionales y, en particular, los *hedge funds*, que se caracterizan por un activismo empresarial de corte especulativo⁴. Aunque existe algún estudio que parece demostrar esta conexión entre inversores institucionales y cortoplacismo⁵, también hay evidencia de lo contrario⁶. Además, no parecen ser los únicos a los que se acusa de sufrir cierta “miopía”, pues los administradores de las

¹ Fernández Torres, I. (2017). *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*. Madrid, Marcial Pons, p. 28.

² Fernández del Pozo, L. (2019). Fidelización del socio mediante la concesión de ventajas corporativas. Dinámica de juegos y cortoplacismo. *La Ley Mercantil*, (54), p. 3.

³ Cfr. Fernández Larrea, I. (2020). El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las «acciones de lealtad». *La Ley mercantil*, (75), p. 21.

⁴ Fernández Torres, I. (2019). El voto adicional por lealtad: a propósito del Anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades de Capital. *Revista de derecho del mercado de valores*, (25), p. 2.

⁵ Cremers, M., Pareek, A., & Sautner, Z. (2019). Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value: Evidence from Russell 2000 Index Inclusions. *Management Science*, 66 (10), pp. 16, 18 y 20 (disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2720248>, última consulta 21/04/2021), obtienen que un aumento de los inversores a corto plazo está asociado con un descenso de las inversiones a largo plazo y un incremento de los beneficios a corto plazo. Esto lleva a subidas temporales en las valoraciones de las empresas que se revierten con el paso del tiempo.

⁶ Bebchuk, L. A., Brav, A., & Jiang, W. (2015). The long-term effects of hedge fund activism. *National Bureau of Economic Research*, p. 4 (disponible en: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21227/w21227.pdf, última consulta 21/04/2021), concluyen que la afirmación de que las intervenciones de los *hedge funds* tienen un efecto adverso sobre el desempeño empresarial y el valor para el accionista a largo plazo, no está respaldada por los datos. A este respecto, no encuentran ninguna prueba para afirmar que estas intervenciones generan ganancias de rendimiento a corto plazo, en detrimento del rendimiento a largo plazo.

sociedades tienden, en ocasiones, a desarrollar políticas de gestión que sacrifican la sostenibilidad y rentabilidad a largo plazo de aquellas⁷. Igualmente, se habla del papel cómplice que pueden llegar a desempeñar algunas instituciones, los llamados *gatekeepers*⁸, que si bien están llamados a ejercer el papel de supervisores profesionales e independientes, se ven también afectados por estos sesgos cortoplacistas⁹.

Al contrario de lo que puede parecer, para nada hay unanimidad en la doctrina acerca de la existencia, sobre todo en España, de cortoplacismo. De hecho, no son precisamente pocos los autores que cuestionan su existencia, llegando en algunos casos a negarla rotundamente¹⁰. Partiendo de la falta de certeza sobre su presencia en Estados Unidos¹¹, donde podría verse favorecido por la mayor dispersión accionarial y mayor proliferación de inversores institucionales y *hedge funds*, alegan que con más motivo cabe rechazar la tesis sobre su existencia en España. En este sentido, recuerdan que nuestro país se caracteriza por una estructura accionarial más concentrada, con accionistas de control en muchas de las sociedades cotizadas, y por una menor presencia de *hedge funds*, lo que sin duda reduce las presiones cortoplacistas a las que puede verse sometido el órgano de administración de la sociedad¹². Además, tampoco quedan claros los beneficios que para la sociedad tiene la permanencia en ella de inversores largoplacistas¹³.

Pese a estas más que razonables dudas sobre su existencia, los Estados no han dudado en combatir este supuesto cortoplacismo en aras de lograr la transición a un nuevo capitalismo: el capitalismo sostenible o *sustainable capitalism*. Consecuencia de esta nueva corriente son la *Sustainable Stock Exchange Initiative* de las Naciones Unidas, el *Long-Term Stock Exchange* de Eric Ries¹⁴ o la *Accountable Capitalism Act* propuesta en

⁷ Fernández del Pozo, L. (2019), *op. cit.*, p. 4.

⁸ Principalmente, analistas de inversiones, agencias de rating, auditores y los propios supervisores.

⁹ Fernández Torres, I. (2019), *op. cit.*, p. 2.

¹⁰ Gurrea-Martínez, A. (2019). Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas. *Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas*, p. 3 (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3400708, última consulta 21/04/2021).

¹¹ Para Roe, M.J. (2020). Stock Market Short-Termism's Impact. *European Corporate Governance Institute*, pp. 72 y 108 (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171090, última consulta 21/04/2021), el argumento cortoplacista impulsado por el mercado bursátil debe ser replanteado, reajustado y, muy probablemente, rechazado. Entre otras cuestiones, plantea que lo que los críticos ven como cortoplacismo podría ser simplemente la consecuencia de la llegada de las tecnologías disruptivas cada cinco años en lugar de cada cinco décadas, de los profundos cambios en la políticas gubernamentales y de la perturbación de los mercados globales sobre las empresas.

¹² Gurrea-Martínez, A., *op. cit.*, p. 3.

¹³ Fernández Torres, I. (2017), *op. cit.*, p. 99.

¹⁴ Fernández del Pozo, L. (2019), *op. cit.*, p. 5.

Estados Unidos por la senadora demócrata Elizabeth Warren¹⁵. No obstante, por encima de estas iniciativas, ha destacado en los últimos años la imparable proliferación de las acciones de lealtad o *loyalty shares* que, siguiendo a otros países de la Unión Europea, han sido recientemente aprobadas en España.

En una primera aproximación, las acciones de lealtad son títulos que confieren a su titular una ventaja o beneficio (generalmente en forma de dividendo o voto) como recompensa por haberlas mantenido durante un cierto periodo de tiempo (habitualmente de dos años). Por ello, con el fin de reducir el cortoplacismo del que, teóricamente, adolecen las sociedades cotizadas y fomentar la implicación y compromiso de los accionistas con la sociedad, el legislador español ha querido aprovechar la transposición de la Directiva 2017/828¹⁶ para introducir las acciones de lealtad en nuestro ordenamiento jurídico. Desde que el Consejo de Ministros aprobara el 14 de julio de 2020 la remisión a las Cortes Generales del Proyecto de Ley¹⁷, han transcurrido nueve meses de tramitación parlamentaria hasta su aprobación definitiva como Ley. Tras ser aprobado el texto por la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados (que contaba con competencia legislativa plena) y, su posterior remisión al Senado (que no introdujo variaciones en el texto remitido por el Congreso), el día 13 de abril de 2021 se publicaba en el BOE la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas¹⁸. Entra en vigor a los veinte días de su publicación en el BOE, el 3 de mayo de 2021.

¹⁵ Fernández Larrea, I., *op. cit.*, p. 3.

¹⁶ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=ES>, última consulta 21/04/2021).

¹⁷ Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-28-1.PDF#page=1, última consulta 21/04/2021).

¹⁸ Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2021/04/13/pdfs/BOE-A-2021-5773.pdf>, última consulta 21/04/2021).

1.2. La quiebra del principio de proporcionalidad

A la discusión sobre la necesidad o no de las acciones de lealtad, ante las dudas que plantea la existencia del cortoplacismo, se suma la controversia sobre la ruptura que conllevan del principio de proporcionalidad. Aunque la regla “una acción, un voto” no tenga carácter absoluto, al admitirse ya excepciones a la misma, no por ello deja de ser uno de los pilares sobre los que se asienta el régimen de las sociedades de capital, especialmente el de las sociedades anónimas. De hecho, son muchos quienes consideran que se trata del sistema más conveniente para atraer inversores¹⁹, al otorgar derechos de voto en proporción al capital aportado.

Pese a la relevancia que hoy día conserva este principio, no fue hasta el primer tercio del siglo XX cuando comenzó a reconocerse como regla general²⁰. Desde entonces, ha visto como los distintos ordenamientos jurídicos han ido acentuando su carácter dispositivo, al consentir su ruptura en ciertas situaciones. De hecho, prácticamente ningún ordenamiento, ni en Europa ni en Estados Unidos, se adhiere de manera rígida a la regla “una acción, un voto”²¹. Esta realidad se puso de manifiesto en un estudio encargado por la Comisión Europea y publicado en el año 2007, *Report on the proportionality principle in the European Union*²², en el que se constató que la mayoría de Estados admitían desviaciones al principio de proporcionalidad. Entre otras, el estudio hacía ya referencia a las acciones de lealtad. Además, en él se llega a decir que no hay evidencia empírica suficiente que permita afirmar que tales desviaciones destruyen el valor de la empresa²³. En términos similares se pronunciaría unos meses más tarde la Comisión Europea en su informe *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*²⁴, en el que después de analizar el estado de la cuestión, no se mostró muy

¹⁹ Fernández Torres, I. (2017), *op. cit.*, p. 24.

²⁰ *Ibid.*, p. 40.

²¹ Ventruzzo, M. (2015). The disappearing taboo of multiple voting shares: regulatory response to the migration of Chrysler-Fiat. *European Corporate Governance Institute*, p. 2 (disponible en: https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2574236.pdf, última consulta 21/04/2021).

²² Shearman & Sterling. (2007). *Report on the proportionality principle in the European Union* (disponible en: https://ecgi.global/sites/default/files/final_report_en.pdf, última consulta 15/04/2021).

²³ *Ibid.*, p. 18.

²⁴ Comisión Europea (2007). *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies* (disponible en: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/2/2007/EN/2-2007-1705-EN-1-1.Pdf>, última consulta 21/04/2021).

partidaria de imponer a los Estados miembros la regla “una acción, un voto” con carácter imperativo.

Los dos informes anteriores fueron el germen del cambio de concepción que sobre el principio de proporcionalidad se ha dado estos últimos años. Sin embargo, no fue hasta 2011 cuando por medio del *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*²⁵, se recomendó que, con el fin de favorecer el compromiso a largo plazo de los accionistas, se permitiera que los estatutos de la sociedad pudieran otorgar un trato preferente a aquellos que tuvieran la consideración de accionistas a largo plazo, pudiendo consistir dicho trato preferente en mayores derechos de voto o mayores dividendos²⁶. Es decir, se planteó por vez primera la introducción de las acciones de lealtad. En el mismo sentido, se propuso su inclusión en el Libro Verde de la Comisión Europea de 25 de marzo de 2013²⁷ y en una resolución del Parlamento Europeo de 26 de febrero de 2014²⁸ por la que se apremiaba a la Comisión a adoptar medidas en esta dirección. Todo ello condujo a que la Comisión aprobará en abril de ese mismo año una propuesta de directiva que acabaría dando lugar a la ya mencionada Directiva 2017/828.

Este progresivo abandono de la regla “una acción, un voto” ha desembocado en la aprobación en España de las *loyalty shares*. No obstante, no se trata del único caso en el que se produce la ruptura del principio de proporcionalidad, pues en nuestro ordenamiento jurídico existían ya dos supuestos en los se producía la quiebra de este principio: por un lado, en el de las acciones sin voto, reguladas en los artículos 98 a 103 de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “LSC”)²⁹, y, por otro, en el de la

²⁵ Engrácia Antunes et al. (2011). *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law* (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1851654, última consulta 21/04/2021).

²⁶ *Ibid.*, pp. 47 - 48.

²⁷ Comisión Europea (2013). *Libro Verde sobre la financiación a largo plazo de la economía europea* (disponible en: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013DC0150R\(01\)&qid=1612378690260&from=ES](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013DC0150R(01)&qid=1612378690260&from=ES), última consulta 21/04/2021).

²⁸ Resolución del Parlamento Europeo, de 26 de febrero de 2014, sobre la financiación a largo plazo de la economía europea (2013/2175(INI)) (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014IP0161&from=EN>, última consulta 21/04/2021).

²⁹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>, última consulta 21/04/2021).

limitación estatutaria del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista, prevista en el artículo 188.3 de la LSC³⁰.

1.3. Las acciones de lealtad o *loyalty shares*

Las acciones de lealtad consisten en la atribución de ciertas ventajas o beneficios (generalmente, un dividendo mejorado o un voto reforzado) a los accionistas que mantengan ininterrumpidamente en cartera las acciones de la sociedad durante un determinado periodo de tiempo que se conoce como periodo de lealtad o *loyalty period*. Lo anterior constituye la prestación de lealtad que se exige a aquellos accionistas que tengan intención de aprovecharse de estas potenciales ventajas ofrecidas por la sociedad. El objetivo de las acciones de lealtad no es otro que incentivar la participación y permanencia de los accionistas en la sociedad, reforzando así el peso político de los accionistas estables³¹. Con ello, se busca favorecer la puesta en marcha de estrategias largoplacistas que creen valor de forma sostenida en el tiempo³² y poner fin a los presuntos problemas que plantea el cortoplacismo.

Un aspecto fundamental de estas acciones es que no constituyen una categoría o clase de acciones diferenciada, pues atribuyen los mismos derechos y obligaciones que las demás. Es decir, las acciones en sí no confieren al accionista ninguna ventaja adicional, sino que esta se condiciona al cumplimiento por el accionista de la prestación de lealtad. Por tanto, los derechos o ventajas no están vinculados a las acciones, sino que van ligados a la condición de titular de las mismas³³.

Es precisamente esto lo que las diferencia de un instrumento de similar naturaleza como son las acciones con voto plural. En el caso de estas, sí estaríamos ante dos clases de acciones, una de las cuales lleva asociados mayores derechos de voto que la otra. Por tanto, si en las acciones de lealtad la ventaja (en este caso, el voto reforzado) depende de

³⁰ Sin perjuicio de que en el caso de sociedades cotizadas se aplique lo previsto en el artículo 527 de la LSC, según el cual, las cláusulas estatutarias que fijen el número máximo de votos a emitir por un mismo accionista quedarán sin efecto cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70 por ciento del capital con derecho a voto.

³¹ Fernández Torres, I. (2019), *op. cit.*, p. 4.

³² Gandía Pérez, E. (2016). Acciones de voto plural y «loyalty shares». Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia. *Revista de derecho mercantil*, (300), p. 62.

³³ *Ibid.*, p. 76.

condiciones subjetivas del accionista, en las acciones con voto plural este se otorga con independencia de quién sea su titular³⁴. Además, mientras que las acciones de lealtad han prosperado en distintas jurisdicciones europeas, caracterizadas por una mayor concentración del accionariado, las acciones con voto plural tienen mayor presencia en Estados Unidos, donde hay una mayor dispersión accionarial³⁵.

Por último, como expondremos más adelante, las acciones de lealtad se encuentran ya presentes en Francia, Italia, Bélgica y Países Bajos y son admitidas por el NASDAQ y el NYSE³⁶ en Estados Unidos. Sin embargo, otros mercados importantes como Alemania o Reino Unido proscriben su uso³⁷.

³⁴ Buil Vera, I. (2020). Implicación de los accionistas en la sociedad a largo plazo. Voto adicional por lealtad. *Revista CEFLegal*, (239), p. 64.

³⁵ Gutiérrez Urtiaga, M., & Sáez Lacave, M. (2020). Las acciones con derechos de voto adicionales por lealtad «acciones de lealtad» desde el análisis económico del derecho. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, (915), pp. 100 - 101.

³⁶ *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* y *New York Stock Exchange*, respectivamente.

³⁷ Fernández Larrea, I., *op. cit.*, p. 9.

CAPÍTULO II

TIPOS DE ACCIONES DE LEALTAD

2. TIPOS DE ACCIONES DE LEALTAD

En atención a la regulación que en derecho comparado se hace de las acciones de lealtad, así como a la práctica societaria, las ventajas que estas atribuyen a los accionistas “leales” pueden consistir en³⁸:

- i. un dividendo mejorado o preferente;
- ii. un derecho adicional de voto, ya sea voto doble o voto plural; y
- iii. nuevas acciones (*loyalty shares*, en sentido estricto) u opciones sobre acciones (*loyalty warrants*).

La recompensa que reciben estos accionistas leales puede consistir, por tanto, bien en el incremento de sus derechos económicos (dividendo mejorado o preferente), bien en un aumento de sus derechos políticos (derecho adicional de voto) o bien en el incremento de ambos, lo que se haría por medio de las *loyalty shares* o los *loyalty warrants*.

Este diferente contenido de las acciones de lealtad se ponía también de manifiesto en el posteriormente desaparecido artículo 3 *sexies bis* de la Propuesta de Directiva 2017/828, cuya redacción era la siguiente³⁹:

“Art. 3 sexies bis: Apoyo a la participación a largo plazo.

Los Estados miembros establecerán un mecanismo para fomentar la participación a largo plazo y alentar la implicación a largo plazo de los accionistas. Los Estados miembros determinarán el periodo de tiempo necesario para ser considerado accionista a largo plazo, que no será inferior a dos años.

El mecanismo mencionado en el párrafo primero incluirá una o varias de las siguientes ventajas para los accionistas a largo plazo:

³⁸ Fernández del Pozo, L. (2018). La viabilidad de las «acciones de lealtad» en nuestro derecho de sociedades («loyalty shares»). *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, (152), p. 20.

³⁹ Informe sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial (disponible en: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2015-0158_ES.html#title1, última consulta 21/04/2021).

- *derechos de voto adicionales;*
- *incentivos fiscales;*
- *dividendos por fidelidad;*
- *participaciones por fidelidad.”*

Si bien, como decimos, la versión definitiva de la Directiva 2017/828 no contiene esta previsión, resulta destacable la inclusión que en ella se hacía de los incentivos fiscales entre las posibles ventajas a conceder a los accionistas a largo plazo. De hecho, aunque se trata de una cuestión no regulada en ningún ordenamiento jurídico, hay autores que proponen que los beneficios obtenidos por la venta de las acciones de una sociedad se graven a un tipo impositivo decreciente en función del menor o mayor tiempo de tenencia de dichos títulos por la persona física o jurídica en cuestión. De este modo, si los inversores más largoplacistas deciden enajenar sus acciones, obtendrían un tratamiento fiscal más favorable⁴⁰.

A continuación, procedemos a analizar individualmente cada una de las diferentes ventajas que pueden otorgar las acciones de lealtad, así como la regulación de las mismas que, en su caso, existe en el derecho comparado.

2.1. El dividendo mejorado

El dividendo mejorado (reforzado o preferente) es una ventaja patrimonial que se materializa en una mayor participación del accionista leal en las ganancias de la sociedad en comparación con la que corresponde a los accionistas “cortoplacistas” (aquellos que no han cumplido con la prestación de fidelidad).

2.1.1. Francia

El *dividende majoré* francés tiene su origen en el año 1993, cuando varias compañías cotizadas lo introdujeron en sus estatutos, llevando al legislador galo a

⁴⁰ Quimby, P.A. (2013). Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares. *Florida State University Law Review*, 40 (2), pp. 392 y 401 (disponible en: <https://ir.law.fsu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=lr>, última consulta 21/04/2021).

reconocer legalmente la figura en 1994⁴¹. Actualmente, su regulación, prevista tanto para cotizadas como para no cotizadas, la encontramos en el artículo L232-14 del Código de Comercio francés⁴².

Este artículo prevé la posibilidad de establecer en estatutos una mejora máxima del 10% en los dividendos de los accionistas que acrediten la titularidad de sus acciones durante, al menos, dos años y que mantengan dicha titularidad hasta la fecha de pago de los dividendos. Las acciones liberadas podrán también disfrutar del dividendo mejorado. No obstante, el artículo precisa que esta mejora no podrá concederse antes del cierre del segundo ejercicio posterior a la modificación de los estatutos. Además, en las sociedades cotizadas, con el fin de no fortalecer en exceso a los accionistas mayoritarios, el número de acciones susceptibles de este aumento de dividendo no podrá exceder, para un mismo accionista, del 0,5% del capital social.

Por último, no deja de sorprendernos que, a diferencia de lo que sucede en el supuesto del voto reforzado, la legislación francesa nada prevea aquí sobre cuáles son las transmisiones que producen la pérdida del beneficio de dividendo mejorado. Puede entenderse que, o bien la cuestión se entrega a la autonomía de la voluntad⁴³, o bien se aplicará por analogía lo previsto en sede de voto reforzado.

2.1.2. Italia

El dividendo *maggiorato* italiano, previsto, a diferencia de en Francia, solo para sociedades cotizadas, se introdujo en 2010 al transponer la Directiva 2007/36/CE sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas⁴⁴. El legislador italiano decidió incorporar el dividendo mejorado, pese a que la Directiva nada

⁴¹ Fernández del Pozo, L. (2018)., *op. cit.*, p. 35.

⁴² *Code de commerce* (disponible en: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/section_lc/LEGITEXT000005634379/LEGISCTA000006161291/2021-01-19/, última consulta 21/04/2021).

⁴³ Fernández del Pozo, L. (2018)., *op. cit.*, p. 26.

⁴⁴ Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32007L0036&from=ES>, última consulta 21/04/2021).

decía al respecto. Su regulación se encuentra en el artículo 127-*quater* TUF⁴⁵ y, al igual que la francesa, contempla una mejora del dividendo de hasta un 10% del dividendo distribuido a las demás acciones. Sin embargo, en este caso, el periodo de lealtad se reduce a un año o al lapso de tiempo que medie entre dos distribuciones consecutivas del dividendo anual. Además, el artículo permite expresamente que los estatutos de la sociedad supediten la concesión de la ventaja al cumplimiento de condiciones adicionales.

Por otra parte, se limita al 0,5% del capital social o al porcentaje inferior indicado en los estatutos, el número de acciones de cada accionista a las que puede atribuirse el dividendo mejorado. El legislador italiano va más allá y priva de esta ventaja a los accionistas que, durante el periodo de lealtad mencionado, hayan ejercido, aunque sea temporalmente e incluso a través de pacto parasocial, una influencia notable en la sociedad. La única objeción que cabe plantear a esta norma no es otra que su falta de concreción sobre qué ha de entenderse por “influencia notable”. En cualquier caso, con el límite del 0,5% se evita ya cualquier posibilidad de que los accionistas de control puedan utilizar el dividendo mejorado como mecanismo expropiatorio⁴⁶.

Por último, a diferencia de la regulación francesa, la italiana sí regula para este supuesto las transmisiones de acciones que conllevan la pérdida del dividendo mejorado. Así, la transmisión de acciones a título oneroso o gratuito entrañará la pérdida del dividendo mejorado, mientras que este se conservará en caso de sucesión a título universal y de fusión o escisión del titular de las acciones.

2.1.3. Países Bajos

El caso de los Países Bajos es singular, ya que no existe previsión legal alguna que contemple expresamente la posibilidad de establecer el dividendo mejorado⁴⁷. Fue la jurisprudencia de la Corte Suprema (*Hoge Raad*) la que en 2007 se pronunció a favor de la licitud del dividendo mejorado en el caso de la sociedad Koninklijke DSM. Esta

⁴⁵ *Testo delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58* (disponible en: http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs_58_1998.html/9e6c1bfd-b10c-4012-8bfe-0e33de8444b2#Art._127-quater, última consulta 21/04/2021).

⁴⁶ Gutiérrez Urriaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 96.

⁴⁷ Fernández del Pozo, L. (2018)., *op. cit.*, p. 44.

sociedad quiso introducir en sus estatutos un dividendo por lealtad, a lo que se opusieron algunos de sus accionistas. Si bien en un primer momento se dio la razón a estos, la Corte Suprema acabó respaldando el uso de este mecanismo de fidelización⁴⁸. La sentencia expone que cabe la emisión de este tipo de acciones siempre que se den tres requisitos:

- i. que consten en los estatutos de la sociedad;
- ii. que persigan un objetivo válido; y
- iii. que la proporción de votos que otorguen sea apropiada para la consecución del objetivo y no abusiva⁴⁹.

2.2. El voto reforzado

El voto adicional por lealtad es un mecanismo de control reforzado por el cual se atribuye un derecho de voto aumentado a aquellos accionistas que hayan mantenido sus acciones durante un cierto tiempo (periodo de lealtad)⁵⁰. Se trata, en definitiva, de premiar al socio leal, que verá incrementado su poder político en la sociedad al mismo tiempo que el del socio cortoplacista se diluye. Al igual que el dividendo mejorado, son varios los ordenamientos jurídicos en los que ya encontramos el voto adicional por lealtad.

2.2.1. Francia

Desde que en 1933 se reconociera por primera vez el *vote double*, su regulación ha sido modificada en múltiples ocasiones⁵¹, siendo la última en 2014 por medio de la llamada *Loi Florange*⁵². Esta importante reforma trae causa, principalmente, del Informe *Gallois*, en el que se proponía la adquisición automática del voto doble después de dos años de tenencia de las acciones⁵³. Tras la reforma, coexisten dos regímenes diferentes: por un lado, el régimen general, previsto en el primer párrafo del artículo L.225-123 del

⁴⁸ Vos, T. (2018). *ECGI roundtable loyalty shares*, p. 6 (disponible en: <https://lirias.kuleuven.be/retrieve/514088>, última consulta 21/04/2021).

⁴⁹ Gutiérrez Urtiaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 97.

⁵⁰ Fernández Torres, I. (2019), *op. cit.*, p. 4.

⁵¹ Fernández del Pozo, L. (2018), *op. cit.*, p. 42.

⁵² *LOI n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle* (disponible en: <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000028811102/>, última consulta 21/04/2021).

⁵³ *Pacte pour la compétitivité de l'industrie française. Rapport au Premier Ministre Louis Gallois, 5 novembre 2012*, p. 21 (disponible en: <https://www.vie-publique.fr/sites/default/files/rapport/pdf/124000591.pdf>, última consulta 21/04/2021).

Código de Comercio francés y, por otro lado, el régimen específico para las sociedades cotizadas, contemplado ahora en el artículo L.22-10-46⁵⁴.

El régimen general se configura como un modelo de *opt-in*, al permitir a la sociedad prever en estatutos la atribución del voto doble a las acciones nominativas y totalmente liberadas cuyo titular haya mantenido dicha condición durante un plazo de al menos dos años⁵⁵. Sin embargo, en sede de cotizadas, la reforma establece el carácter supletorio del mecanismo de voto doble, es decir, sustituye la regla de *opt-in* hasta ahora imperante por otra de *opt-out*. De este modo, salvo disposición contraria de los estatutos, el derecho de voto doble se aplica con carácter automático en las sociedades cotizadas. Además, para su supresión, se requiere de una mayoría nada desdeñable de dos tercios de la junta general.

Al igual que en el caso del dividendo mejorado, las acciones gratuitas que el accionista leal obtenga con motivo de una ampliación de capital, podrán beneficiarse de este derecho desde su emisión. Como ya adelantábamos *supra*, la legislación francesa sí prevé en el artículo L.225-124 del Código de Comercio que ocurre con el voto doble (no así con el dividendo mejorado) en el caso de transmisión de las acciones. Dado que para gozar de este privilegio las acciones han de ser nominativas, su conversión en acciones al portador determina la extinción del derecho de voto doble. Lo mismo ocurre con su transmisión, al tratarse, precisamente, de un derecho vinculado al titular de la acción. Sin embargo, no se produce tal pérdida ni se interrumpe el plazo de lealtad de dos años en el caso de transmisión por sucesión *mortis causa*, por liquidación de la comunidad de bienes entre los cónyuges o por donación *inter vivos* a favor del cónyuge o de un pariente con derechos sucesorios. Esto último aplica también, salvo disposición en contrario de los estatutos, en caso de transmisión consecuencia de la fusión o escisión tanto de una sociedad titular de las acciones con voto doble como de la propia sociedad emitente de las mismas.

⁵⁴ Con motivo de la *Ordonnance n° 2020-1142* de 16 de septiembre por la que se crea un capítulo en el Código de Comercio relativo a las sociedades cuyos títulos están admitidos a cotización en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación, la ubicación del régimen específico para sociedades cotizadas no se encuentra ya en el párrafo tercero del artículo L.225-123, que ha sido derogado, sino en el ya mencionado artículo L.22-10-46.

⁵⁵ Al margen de estas exigencias, no es pacífico en la doctrina que los estatutos puedan requerir el cumplimiento de condiciones adicionales.

Esta reforma supuso que Francia sea, actualmente, el único Estado en contemplar el voto doble como opción por defecto, decisión que suscitó la oposición de buena parte de la doctrina francesa⁵⁶. A esta crítica se suma también parte de la doctrina española, para quien la opción por defecto no es una solución satisfactoria⁵⁷. Antes de la reforma, el 52,5% de las sociedades del CAC-40 y el 58% de las que integran el índice SBF-120 habían recogido ya en sus estatutos el voto doble⁵⁸. El número de sociedades cotizadas con voto doble después de la reforma no varió de forma significativa, pues la mayoría de sociedades que no lo habían adoptado antes de la reforma, optaron por su supresión. La excepción fueron aquellas sociedades en las que el Estado francés tenía una minoría de bloqueo⁵⁹. De hecho, parece ser que el paso de un sistema de *opt-in* a uno de *opt-out* no responde sino al hecho de que antes de la reforma el Estado francés no tenía suficiente poder de voto para adoptar el voto doble en las sociedades de las que era accionista. La introducción del voto doble por defecto permitió que el Estado aumentara su influencia en varias sociedades cotizadas consideradas estratégicas⁶⁰. Quizás, esto explique por qué, a diferencia de lo que ocurre en el caso del dividendo mejorado, el legislador francés ha decidido no imponer límites al reforzamiento del voto de los accionistas significativos.

Por todo lo expuesto, hay quienes interpretan la reforma como una medida proteccionista que fortalece la posición de control de los grandes accionistas franceses, en detrimento de la de los accionistas extranjeros y minoritarios. Además, el voto doble permitiría al Estado francés recaudar fondos vendiendo parte de su participación en esas sociedades sin reducir su control sobre las mismas⁶¹.

⁵⁶ Fernández del Pozo, L. (2018), *op. cit.*, p. 42.

⁵⁷ Gutiérrez Urriaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 97.

⁵⁸ Fernández Torres, I. (2017), *op. cit.*, p. 75.

⁵⁹ Becht, M., Kamisarenka, Y., & Pajuste, A. (2020). Loyalty shares with tenure voting: Does the default rule matter? Evidence from the Loi Florange experiment. *European Corporate Governance Institute*, p. 3 (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3166494, última consulta 21/04/2021).

⁶⁰ *Ibid.*, p. 15.

⁶¹ Roe, M.J. & Cenzi Venezzè, F. (2021). *Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?*, pp. 24 y 25 (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3763970, última consulta 21/04/2021).

2.2.2. Italia

El conocido como *Decreto competitività*⁶², posteriormente convertido en ley⁶³, vino a establecer, al igual que la *Loi Florange* en Francia, un doble régimen. Por lo que respecta a las sociedades no cotizadas, se modifica el artículo 2.351 del *Codice Civile*⁶⁴ para permitir la emisión de acciones de voto plural, eliminando así una prohibición vigente desde 1942⁶⁵. En particular, se reconoce la posibilidad de emitir acciones que atribuyan hasta un máximo de 3 votos, ya sea con carácter general, con carácter limitado a la adopción de determinadas decisiones o subordinado al cumplimiento de ciertas exigencias no meramente potestativas⁶⁶. Sin embargo, para las sociedades cotizadas se mantiene la prohibición de emisión de acciones de voto plural *ex* artículo 127 *sexies* del TUF⁶⁷, constituyendo así una excepción a la regla general del *Codice Civile*.

Ahora bien, aunque el voto plural esté vedado en las sociedades cotizadas, no ocurre lo mismo con el voto adicional por lealtad. Esto se debe a la introducción, vía decreto-ley⁶⁸, del artículo 127 *quinquies* en el TUF, en el que se reconoce el llamado voto *maggiorato*. Así, se establece que los estatutos podrán prever la atribución de hasta un máximo de dos votos a las acciones cuyos titulares las hayan poseído durante un periodo de tiempo no inferior a dos años, a contar desde la inscripción en un registro *ad hoc*. A diferencia del régimen francés, el sistema italiano es de *opt-in*. Los estatutos pueden disponer también la posibilidad de que los accionistas renuncien irrevocablemente, en todo o en parte, al voto reforzado.

En el apartado cinco del artículo 127 *quinquies*, el legislador italiano recuerda que las acciones a las que se aplica este beneficio no constituyen una categoría especial de acciones. El derecho de voto reforzado se atribuye al accionista por el hecho de mantener

⁶² *Decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91. Gazzetta Ufficiale*, n° 144, de 24 de junio (disponible en: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/06/24/14G00105/sg>, última consulta 21/04/2021).

⁶³ *Legge 11 agosto 2014, n. 116. Gazzetta Ufficiale*, n° 192, de 20 de agosto, (disponible en: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/08/20/14G00128/sg>, última consulta 21/04/2021).

⁶⁴ *Codice Civile* (disponible en: <https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile>, última consulta 21/04/2021).

⁶⁵ Gandía Pérez, E., *op. cit.*, p. 62.

⁶⁶ Fernández Torres, I. (2017), *op. cit.*, p. 82.

⁶⁷ No obstante, este mismo artículo admite que las sociedades conserven las acciones de voto plural emitidas antes de su salida a bolsa.

⁶⁸ *Decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3. Gazzetta Ufficiale*, n° 19, de 24 de enero, (disponible en: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/03/25/15A02336/sg>, última consulta 21/04/2021).

las acciones durante un determinado periodo de tiempo, es decir, como consecuencia de una circunstancia objetiva inherente a la esfera personal y no de la concurrencia de una circunstancia externa⁶⁹. Es por este motivo por el que se entiende que no se está vulnerando la prohibición de emisión de acciones de voto plural.

Esto explica porque, al igual que sucedía con el dividendo *maggiorato*, el derecho de voto doble se pierde en caso de transmisión de las acciones a título oneroso o gratuito. No sucede lo mismo, a menos que los estatutos dispongan lo contrario, en caso de sucesión *mortis causa* o en caso de fusión o escisión del titular de las acciones, supuestos en los que sí se conserva el voto reforzado. El derecho se extiende también a las acciones emitidas con cargo a reservas o a otros fondos registrados en el balance como disponibles.

Una importante novedad del régimen italiano respecto del francés es la detallada regulación que se hace del registro específico en el que han de constar las acciones a efectos del cómputo del plazo de dos años. Así, el artículo 143 *quáter* del Reglamento de la CONSOB^{70 71} establece que el registro deberá contener la siguiente información:

- a) los datos identificativos de los accionistas que han solicitado el registro;
- b) el número de acciones cuyo registro se ha solicitado; y
- c) la fecha de inscripción en el registro.

Además, una sección específica del registro indicará:

- a) los datos identificativos de los accionistas que tengan el derecho de voto reforzado;
- b) el número de acciones con derecho de voto reforzado; y
- c) la fecha desde la que se tiene el citado derecho.

⁶⁹ Fernández Torres, I. (2017), *op. cit.*, p. 84.

⁷⁰ *Regolamento Consob 14 maggio 1999, n. 11971* (disponible en: http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_1999_11971.pdf/bd8d1812-6866-473e-8234-c54c75c0363a, última consulta 21/04/2021).

⁷¹ La *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (CONSOB) es la autoridad italiana de supervisión de los mercados financieros, el equivalente a la CNMV en España.

Los datos del registro estarán a disposición (también en formato electrónico) de los accionistas que los soliciten. Las sociedades publicarán en su página web los datos identificativos de los accionistas que hayan solicitado su inscripción en el registro, con indicación de sus participaciones significativas, de conformidad con el artículo 120.2 del TUF, así como la fecha de registro.

Pese a tratarse de un sistema de *opt-in*, entre 2015 y 2019, aproximadamente el 20% de las sociedades cotizadas italianas adoptaron el *voto maggiorato*. Las sociedades que han optado por su aprobación se caracterizan por tener una estructura de propiedad más concentrada que las que han decidido mantener la regla “una acción, un voto”. En esta línea, se ha observado que el 91% de las empresas con doble voto están controladas por una familia, frente al 58% de las sociedades sin acciones de lealtad. Además, en las sociedades con voto reforzado, el porcentaje de participación del accionista mayoritario disminuye progresivamente desde aproximadamente un 55% antes de la adopción del voto, hasta menos del 50% tres años después. Todo ello sugiere que, al igual que en Francia, han sido los accionistas mayoritarios quienes más se han beneficiado de esta reforma, que les ha permitido liquidar parte de su participación sin perder el control de la sociedad⁷².

De hecho, hay quien considera que la introducción del voto mejorado en Italia se trató de una medida políticamente forzada⁷³, pues vino en gran parte motivada por la marcha de Fiat a Países Bajos tras su fusión con Chrysler. Entre los factores aducidos por Fiat para tomar esta decisión estaba la posibilidad de emitir acciones con derecho de voto doble, lo que se permitía en derecho neerlandés pero no en derecho italiano⁷⁴. Por ello, con el propósito de evitar que esta situación se repitiera, se decidió que las sociedades cotizadas pudiesen incorporar en sus estatutos el voto reforzado. Para facilitar su adopción, en lugar de la mayoría de dos tercios exigida con carácter general para la modificación de estatutos, se permitió que fueran aprobadas por mayoría simple durante los seis primeros meses de vigencia de la Ley. Incluso, se planteó la posibilidad de

⁷² Bajo, E., Barbi, M., Bigelli, M. & Croci, E. (2020). Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares. *European Corporate Governance Institute*, pp. 4, 13 y 20 (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3428887, última consulta 21/04/2021).

⁷³ Fernández del Pozo, L., *op. cit.*, p. 43.

⁷⁴ Gandía Pérez, E., *op. cit.*, p. 68.

ampliar la vigencia o convertir en permanente la norma transitoria, pero esta idea se abandonó ante la oposición de académicos e inversores institucionales⁷⁵.

Por otra parte, al igual que en Francia, se criticó la norma por ver en ella una estrategia del Gobierno italiano para disminuir su participación en sociedades como Enel, Eni o Leonardo (antigua Finmeccanica)⁷⁶. Sin embargo, conviene señalar que, hasta la fecha, ninguna de estas sociedades ni otras participadas por el Estado han adoptado el voto *maggiorato*. También hay quien considera que la reforma ha sido positiva, al hacer más competitivo al ordenamiento italiano y aumentar la autonomía de la voluntad, dotando a aquel de más flexibilidad⁷⁷.

Por último, no deja de ser sorprendente que también en Italia el legislador no haya tratado de limitar el reforzamiento del voto en el caso de los accionistas mayoritarios, al contrario de lo que sucede con el dividendo mejorado, donde sí se establece un techo al porcentaje que puede percibir un mismo accionista.

2.2.3. Bélgica

Mediante la Ley de 23 de marzo de 2019⁷⁸, Bélgica decidió seguir la senda marcada por Francia e Italia en lo que respecta a la ruptura del principio de proporcionalidad. Al igual que dichos Estados, el legislador belga ha optado por establecer un doble régimen para sociedades no cotizadas y cotizadas.

En el caso de las primeras, por primera vez desde 1934, se permite que los estatutos prevean la emisión de acciones de voto múltiple. En relación con las segundas, el artículo 7:53 §1 del *Code des sociétés et des associations*⁷⁹ dispone que los estatutos pueden conferir un derecho de voto doble a las acciones totalmente desembolsadas que hayan estado inscritas a nombre del mismo accionista durante al menos dos años sin

⁷⁵ Vos, T., *op. cit.*, p. 14.

⁷⁶ Gandía Pérez, E., *op. cit.*, p. 70.

⁷⁷ *Ibid.*, p. 71.

⁷⁸ *Loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses* (disponible en: https://www.ejustice.just.fgov.be/img_1/pdf/2019/03/23/2019040586_F.pdf, última consulta 21/04/2021).

⁷⁹ *Code des sociétés et des associations du 23 mars 2019* (disponible en: https://www.ejustice.just.fgov.be/img_1/pdf/2019/03/23/2019A40586_F.pdf, última consulta 21/04/2021).

interrupción en el registro de acciones nominativas de la sociedad. La incorporación de este derecho de voto doble exige el acuerdo de una mayoría de 2/3, frente a la mayoría de 3/4 tradicionalmente requerida para la modificación de estatutos. Según Philippe Lambrecht, profesor de la Universidad Católica de Lovaina, la razón detrás de esta reducción en la mayoría exigida es que de otro modo sería imposible para cualquiera de las sociedades cotizadas existentes hacer uso del voto doble de lealtad, ya que el umbral del 75% sería demasiado elevado como para alcanzarlo⁸⁰. De hecho, siguiendo el ejemplo de Italia, inicialmente se contemplaba que durante un periodo transitorio de seis meses bastaría con una mayoría simple para su introducción. Sin embargo, finalmente, como consecuencia de las críticas recibidas⁸¹, esta disposición transitoria fue excluida de la versión definitiva de la Ley⁸².

El plazo de dos años comienza a correr desde la fecha de inscripción en el registro nominativo, incluso aunque esta sea anterior a la modificación estatutaria que introduce el derecho de voto doble y a la admisión a cotización de la sociedad. Esto conlleva que, a diferencia de los ordenamientos francés e italiano, los accionistas pueden beneficiarse inmediatamente de los derechos de voto adicionales⁸³. En caso de ampliación de capital con cargo a reservas, el derecho de voto reforzado se reconoce también desde su emisión a las acciones que se atribuyan a los accionistas con motivo de acciones sobre las que ya gocen de ese derecho.

De acuerdo con el artículo 7:53 §2, la consecuencia de la transmisión de las acciones es la extinción del derecho de voto doble. Sin embargo, esta regla se exceptiona en el caso de transmisión por sucesión *mortis causa*, por liquidación del régimen económico matrimonial o por transmisión a título oneroso o gratuito a favor de un heredero. La misma solución se aplica en caso de transmisión de acciones entre sociedades controladas por el mismo o los mismos accionistas de control, así como entre una de estas sociedades y sus accionistas de control. Con el fin de evitar eventuales

⁸⁰ Vos, T., *op. cit.*, p. 15.

⁸¹ Thuysbaert, B. (2018). Introduction of double voting rights in listed companies in Belgium: Parliament listens to the voices of minority shareholders. *Deminor Shareholder & Governance Services* (disponible en: <https://sgs.deminor.com/en/introduction-double-voting-rights-listed-companies-belgium-parliament-listens-voices-minority-shareholders/>, última consulta 21/04/2021).

⁸² Dubois, A. (2019). Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer? *Louvain School of Management*, p. 25 (disponible en: <https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/object/thesis:20981>, última consulta 21/04/2021).

⁸³ Gutiérrez Urriaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 97.

fraudes, si las acciones están en manos de una sociedad, el cambio de control de la sociedad dará lugar a la pérdida del derecho, salvo que el cambio de control beneficie al cónyuge, a uno o varios herederos del accionista o a accionistas mayoritarios de la sociedad. Asimismo, en línea con lo previsto en Francia e Italia, la fusión o escisión de la sociedad cotizada no afectará a los derechos de voto doble que puedan seguir ejerciéndose en las sociedades beneficiarias, siempre que así lo prevean sus estatutos. Por último, en el artículo 7:53 §3 se puntualiza que las acciones que se benefician de este privilegio no constituyen una clase de acciones en el sentido del artículo 7:155.

En cuanto a los efectos que el derecho de voto doble tiene sobre el régimen de ofertas públicas de adquisición, el legislador belga ha decidido que el derecho de voto doble no se tenga en cuenta a efectos del cálculo del umbral del 30% de los valores con derecho a voto que obliga a lanzar una oferta pública de adquisición (en adelante, “OPA”). Así se recoge en el artículo 5 de la Ley de OPAs⁸⁴, según el cual se tendrá en cuenta el número de valores con derecho a voto y no el número de derechos de voto. La misma solución se establece en el artículo 7:82 §1 del *Code des sociétés et des associations* para el cómputo del 95% de los valores con derecho a voto que faculta para realizar una OPA. Además, se prevé que cuando, como resultado de una OPA en la que el oferente posea al menos dos tercios de los valores con derecho a voto, este podrá solicitar la convocatoria de una junta general extraordinaria (en la que todas las acciones, incluidas aquellas con voto doble, darán derecho a un solo voto) con el fin de eliminar la previsión estatutaria de voto doble. Si se produce esta supresión del derecho de voto doble, no habrá lugar a compensación alguna para los accionistas perjudicados por ella.

2.2.4. Países Bajos

Pese a que en el antes mencionado caso DSM la Corte Suprema neerlandesa se pronunció sobre la incorporación a los estatutos del dividendo mejorado, desde entonces se entendió que la misma solución aplicaba para el derecho de voto doble. Esta postura se confirmó años más tarde con la fusión en 2013 entre Fiat Industrial S.p.A. y la neerlandesa CNH Global N.V., que dio lugar a CNH Industrial N.V., cuyos estatutos

⁸⁴ *Loi relative aux offres publiques d'acquisition du 1 avril 2007* (disponible en: https://www.ejustice.just.fgov.be/img_1/pdf/2007/04/01/2007003184_F.pdf, última consulta 21/04/2021).

preveían el voto doble para aquellos accionistas que registrasen sus acciones como nominativas y las conservasen durante un periodo ininterrumpido de tres años⁸⁵. A esta operación de fusión siguió la protagonizada en 2014 por Fiat y Chrysler, cuya sociedad resultante, Fiat Chrysler Automobiles N.V., contemplaba también en sus estatutos el voto reforzado. Un año más tarde, en 2015, Ferrari S.p.A, perteneciente al mismo grupo que Fiat Chrysler Automobiles N.V., trasladó su sede social a Países Bajos con el fin de adoptar también el voto doble por lealtad⁸⁶. Exor S.p.A., actualmente Exor Holding N.V., fue el último caso relevante de sociedad italiana que ha decidido trasladar su sede oficial a Países Bajos.

Para recibir el voto doble, los accionistas han de inscribir sus acciones en un registro específico (*loyalty registry*) y conservarlas durante un periodo de tiempo determinado (normalmente tres o cinco años)⁸⁷. Al igual que en Bélgica, el derecho de voto doble no se tiene en cuenta a la hora de determinar si se ha alcanzado el umbral que obliga a lanzar una OPA.

Recientemente, la jurisdicción neerlandesa tuvo que pronunciarse nuevamente sobre el derecho de voto doble por lealtad. Concretamente, el 1 de septiembre de 2020, la Corte de Apelación de Ámsterdam dictó sentencia en el caso Mediaset, que enfrenta a su accionista mayoritario, Fininvest, que posee una participación del 44%, y a Vivendi, con una participación del 29%. La disputa entre ambos accionistas versa sobre la fusión de Mediaset Italia con su filial española, que daría lugar a una sociedad neerlandesa de nueva constitución. Los estatutos de esta nueva sociedad preveían una estructura escalonada de derechos de voto por lealtad que concedería a Fininvest el control total de la junta general de la sociedad.

⁸⁵ Según Alessio Paces, profesor de la Universidad Erasmo de Róterdam, la familia Agnelli, accionista mayoritaria de Fiat Industrial, contaba ya con una estructura piramidal, pero reforzó su control introduciendo acciones con voto de lealtad. De esta manera, logró conservar un nivel similar de derecho de voto (casi un 42%) con tan solo el 14,25% de las acciones, frente al 34,14% que ostentaba antes de la fusión. Aunque en teoría todos los accionistas podían optar al voto reforzado, en la práctica, Exor, sociedad holding a través de la cual la familia Agnelli canaliza sus inversiones, fue el único gran accionista que se benefició del voto reforzado (Vos, T., *op. cit.*, p. 7).

⁸⁶ En esta operación, Ferrari realizó una ampliación de capital, pero gracias a la estructura de voto reforzado, la familia Agnelli logró conservar los derechos políticos que ya tenía. En esta ocasión, solo dos accionistas, Exor y Piero Ferrari, pudieron hacer uso del voto doble (*idem*).

⁸⁷ Loyens & Loeff. (2020). *Recent developments in Dutch loyalty share schemes*, p. 1 (disponible en: <https://www.loyensloeff.com/media/478762/trend-report-loyalty-schemes-in-the-netherlands.pdf>, última consulta 21/04/2021).

La Corte de Apelación falló a favor de Vivendi y paralizó la fusión al considerar que esta estructura específica de voto reforzado respondía únicamente a garantizar a Fininvest el control absoluto de la sociedad neerlandesa, perjudicando injustificadamente la posición de Vivendi y de otros accionistas. Esta sentencia es la primera sentencia destacada que se dicta en Países Bajos sobre las acciones de lealtad desde la histórica sentencia del caso DSM y, además, es la primera vez que se impugna con éxito una estructura societaria de este tipo. Pese a esta decisión, la Corte recuerda en su sentencia que, como punto de partida, la ley neerlandesa permite en principio el uso del derecho de voto por lealtad⁸⁸.

En definitiva, estos mecanismos de fidelización del accionista serán admisibles en Países Bajos siempre que:

- i. persigan un objetivo legítimo que justifique un trato desigual a los accionistas. Por ello, es conveniente justificar por qué el fomento del largo plazo es importante para la empresa. Además, la atribución del dividendo o voto reforzado debe estar basada en condiciones objetivas como lo son la inscripción en un registro o la tenencia de las acciones durante un determinado periodo de tiempo;
- ii. constituyan una medida necesaria y adecuada para lograr ese objetivo. En particular, es preciso tener en cuenta si dicho propósito podría lograrse a través de otras medidas que tuvieran un impacto menos negativo en la posición de los demás accionistas; y
- iii. que la desigualdad de trato sea proporcional a la finalidad perseguida. Debe demostrarse que se ha prestado la debida atención al equilibrio de los distintos intereses en juego⁸⁹.

En cualquier caso, no parece que esta sentencia vaya a suponer un cambio significativo en el uso de las acciones de lealtad en los Países Bajos.

⁸⁸ *Ibid.*, p. 2.

⁸⁹ *Ibid.*, pp. 2 - 3.

2.3. Las *loyalty shares* y los *loyalty warrants*

La recompensa que reciben los accionistas leales puede consistir también en la concesión de nuevas acciones (*loyalty shares*, en sentido estricto) o de opciones sobre acciones (*loyalty warrants*). En ambos casos, el socio cortoplacista sufrirá una doble dilución en sus derechos tanto económicos como políticos⁹⁰. A diferencia del dividendo mejorado y del voto reforzado, su uso es menos frecuente y no se encuentran reguladas aún en ningún ordenamiento jurídico⁹¹.

Las *loyalty shares* consisten en la entrega de acciones de la propia sociedad o de otra sociedad del grupo a quienes cumplen con la prestación de lealtad. Estas acciones pueden tener su origen en la autocartera de la sociedad o en una ampliación de capital con cargo a reservas. El ejemplo paradigmático de este mecanismo de fidelización es la sociedad francesa Air Liquide, quien para el caso de atribución gratuita de acciones a los accionistas prevé en el artículo 21 de sus estatutos⁹², un incremento de un 10% en el número de acciones a recibir por aquellos que hayan mantenido sus acciones nominativas durante al menos dos años y hasta el día anterior a la fecha de entrega de las acciones⁹³. Las acciones de lealtad han sido también utilizadas con ocasión de salidas a bolsa, como las protagonizadas por la británica Standard Life en 2006 o la italiana Enel Green Power S.p.A. en 2010. En ambos casos, los accionistas que conservaron sus acciones ininterrumpidamente durante el año posterior a la admisión a cotización recibieron, de forma gratuita, acciones adicionales⁹⁴.

Por su parte, los *loyalty warrants* suponen la entrega en favor de los accionistas leales de opciones de suscripción o de adquisición de acciones (*call options*) de la propia sociedad o de otra sociedad del grupo⁹⁵. Son varios los autores que se han pronunciado a favor de su uso y que, incluso, consideran que presentan más ventajas que, por ejemplo,

⁹⁰ Buil Vera, I., *op. cit.*, p. 63.

⁹¹ Fernández del Pozo, L. (2018), *op. cit.*, p. 47.

⁹² Statuts de L' Air Liquide, société anonyme pour l'Étude et l'Exploitation des proceeds Georges Claude (disponibles en: <https://www.airliquide.com/sites/airliquide.com/files/2020/12/08/articles-of-association-november-2020.pdf>, última consulta 21/04/2021).

⁹³ Además, en el mismo artículo de los estatutos, se contempla que los accionistas que cumplan con dicho periodo de lealtad y mantengan sus acciones hasta el día de pago del dividendo, verán incrementado el importe de este en un 10%.

⁹⁴ Fernández del Pozo, L. (2018), *op. cit.*, p. 50.

⁹⁵ Buil Vera, I., *op. cit.*, p. 63.

el dividendo mejorado⁹⁶. La principal diferencia con una opción ordinaria es que el derecho a ejercer la opción solo se obtiene si el titular de acciones de la sociedad las mantiene durante el periodo de lealtad. Al igual que con el voto reforzado, todos los accionistas reciben *ex ante* el mismo trato. Será su decisión sobre mantener o vender sus acciones la que determine una diferencia de trato *ex post*⁹⁷. Este premio a los accionistas leales se vuelve aún más atractivo si se separan en el tiempo el momento en el que concluye el periodo de lealtad y el vencimiento de la opción. De esta forma, se permite que el accionista, además de decidir si ejerce o no su opción, pueda lucrarse mediante la enajenación de su derecho a un tercero, lo que aumenta su incentivo a ser leal⁹⁸.

Una de las primeras sociedades en hacer uso de los *loyalty warrants* fue Michelin en 1991. Como consecuencia de la difícil situación que atravesaba la compañía, que no le permitía distribuir dividendos entre sus accionistas, la sociedad decidió entregar a estos una opción de compra por cada 10 acciones de que fueran titulares. Además, con el objeto de premiar la fidelidad de sus accionistas, se acordó que aquellos que mantuviesen sus acciones durante el periodo de dos años comprendido entre 1991 y 1993 recibirían una opción de compra adicional por cada 10 acciones de que fueran titulares⁹⁹. Tal y como ocurría con las *loyalty shares*, los *loyalty warrants* son también empleados en las salidas a bolsa con el propósito de disuadir los comportamientos especulativos a corto plazo¹⁰⁰.

⁹⁶ Bolton, P., & Samama, F. (2012). *L-shares: Rewarding long-term investors*, p. 10 (disponible en: https://www.cbs.dk/files/cbs.dk/bolton_and_samama_l-shares_0.pdf, última consulta 21/04/2021).

⁹⁷ *Ibid.*, p. 14.

⁹⁸ Buil Vera, I., *op. cit.*, p. 63.

⁹⁹ Bolton, P., & Samama, F., *op. cit.*, p. 11.

¹⁰⁰ Fernández del Pozo, L. (2018), *op. cit.*, p. 49.

CAPÍTULO III

CABIDA DE LAS ACCIONES DE LEALTAD EN NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO

3. CABIDA DE LAS ACCIONES DE LEALTAD EN NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO

3.1. El dividendo mejorado

Al contrario de lo que sucede con el voto reforzado, las *loyalty shares* y los *loyalty warrants*, donde, como expondremos, existe unanimidad en la doctrina acerca de su cabida o no en el ordenamiento jurídico español, en el caso del dividendo mejorado encontramos opiniones doctrinales diversas.

Por un lado, hay quien cree que nuestro ordenamiento impide que se mejore a unos accionistas frente a otros de la misma clase, de manera que un dividendo mejorado sería inviable salvo que se constituyera una clase de acciones a tal fin. Esta postura doctrinal sostiene que por muy razonable o necesario que pueda resultar incrementar el dividendo que reciben los accionistas leales, no por ello deja de ser, en sentido estricto, un privilegio. Además, afirma que, aunque su implementación fuese posible, no estaría exenta de dificultades. En consecuencia, asegura que para que las sociedades cotizadas españolas puedan hacer uso del dividendo mejorado, sería conveniente hacer una regulación específica¹⁰¹.

Por otro lado, están quienes aseguran que el dividendo mejorado tiene cabida en nuestro actual sistema normativo, conclusión que compartimos. En primer lugar, recuerdan que si bien es cierto que el artículo 275 de la LSC no contempla de forma expresa la posibilidad de pacto estatutario en contrario en el caso de las sociedades anónimas, ha de entenderse que, a la luz de los artículos 93 y siguientes de la LSC, este es admisible tanto en sociedades limitadas (donde sí se prevé) como en sociedades anónimas.

En este sentido, el artículo 95 de la LSC, sobre el privilegio en el reparto de las ganancias sociales, no hace distinción alguna entre sociedades anónimas y limitadas en lo que respecta a la posibilidad de establecer dicho privilegio por vía estatutaria. Además, si bien el artículo 96 de la LSC sobre prohibiciones en materia de privilegio prohíbe

¹⁰¹ Gutiérrez Urtiaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 95.

expresamente la ruptura de la proporcionalidad entre valor nominal y derecho de voto (solo en anónimas) o derecho de preferencia (tanto en anónimas como en cotizadas), nada dice sobre la ruptura de la proporcionalidad entre la participación en ganancias y el valor nominal. Únicamente prohíbe la creación de participaciones o la emisión de acciones que otorguen derecho a percibir un interés.

Por todo ello, reputan perfectamente posible que los estatutos prevean un dividendo mejorado para los socios leales, teniendo este la consideración de una recompensa al socio, pero sin llegar a constituir un privilegio de una clase de acciones¹⁰².

3.2. El voto reforzado

Antes de la aprobación de la Ley 5/2021, de 12 de abril, no habría resultado factible introducir por vía estatutaria el voto reforzado en España en sociedades cotizadas. Precisamente, para que ello pudiera hacerse, era necesaria una reforma legislativa como la que finalmente ha tenido lugar. Esto se debe a que los artículos 96.2 y 188.2 de la LSC son muy claros al respecto, al vetar la emisión (en sociedades anónimas) de acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre valor nominal y el derecho de voto. El fundamento de esta prohibición radica en la adecuación entre la participación económica y la influencia política de los accionistas¹⁰³. No obstante, no se trata de una regla absoluta, pues la LSC contempla excepciones a la misma como lo son las acciones sin voto y la posibilidad de que los estatutos limiten el número máximo de votos a emitir por un mismo accionista. Por tanto, debe entenderse que las únicas excepciones que pueden darse a la citada prohibición son aquellas expresamente contempladas en la Ley¹⁰⁴, por lo que la incorporación del voto doble por lealtad a los estatutos de una sociedad cotizada requería de la previa reforma de la LSC.

Cuestión distinta es si, con carácter previo a esta reforma, el voto reforzado podía ser objeto de acuerdo mediante un pacto parasocial¹⁰⁵. La doctrina coincide en que los

¹⁰² Fernández del Pozo, L. (2018), *op. cit.*, pp. 39 - 40.

¹⁰³ Fernández Torres, I. (2017), *op. cit.*, p. 108.

¹⁰⁴ Villacorta Hernández, M. A. (2019). Acciones privilegiadas en el derecho de voto: las acciones de lealtad. *Técnica Contable y financiera*, (21), p. 54.

¹⁰⁵ Un pacto parasocial o pacto reservado es un acuerdo entre los socios o accionistas de una sociedad que no se recoge en la escritura de constitución ni en los estatutos.

límites a la validez de los pactos parasociales vienen marcados por el artículo 1255 del Código Civil, esto es, por la ley, la moral y el orden público¹⁰⁶. En lo que difiere es a la hora de determinar a qué ley se está haciendo referencia en este caso. En este punto, como decimos, la doctrina no es unánime, siendo mayoritaria aquella que considera nulos los pactos que no respeten los principios configuradores del tipo social¹⁰⁷ y, por tanto, la que entendía que carecía de validez un pacto parasocial que otorgase un voto reforzado a algunos de los accionistas.

Sin embargo, otros como Antonio Perdices no lo entienden así y sostienen que “todo el contenido que se puede pactar en una sociedad civil se puede pactar en un acuerdo de socios”¹⁰⁸. De opinión similar es Paz-Ares, para quien la “imperatividad tipológica” (es decir, la referida a los principios configuradores del tipo) no ha de ser tomada en cuenta para enjuiciar la validez de los pactos parasociales¹⁰⁹, entre los cuales cita a modo de ejemplo los encaminados a establecer un voto plural en favor de algunos socios¹¹⁰. Aunque con matices, podría llegar a plantearse por qué razón si se admite la validez de un sindicato de voto no debería admitirse la de un voto reforzado, teniendo en cuenta que en el primer supuesto también se está atribuyendo a una pluralidad de accionistas una capacidad de voto mayor que no se corresponde con las acciones que individualmente tienen cada uno de ellos. En cualquier caso, esta interesante discusión acerca de la validez de un pacto parasocial que incorporase un voto reforzado ha perdido su virtualidad práctica tras la aprobación de la Ley 5/2021, de 12 de abril, debiendo admitirse ahora, sin ambages, la validez de aquel.

Por último, conviene señalar que no se planteaban estos problemas en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, donde el artículo 188.1 de la LSC instituye un sistema de desigualdad en el derecho de voto, al aceptar que los estatutos puedan modificar la regla general por la cual cada participación da derecho a emitir un voto. En

¹⁰⁶ Perdices, A. (2016). Lecciones: validez, eficacia y oponibilidad de los pactos parasociales, en una cáscara de nuez. *Almacén de Derecho* (disponible en: <https://almacenederecho.org/lecciones-validez-eficacia-y-oponibilidad-de-los-pactos-parasociales-en-una-cascara-de-nuez>, última consulta 21/04/2021).

¹⁰⁷ Paz-Ares, C. (2011). La cuestión de la validez de los pactos parasociales. *Actualidad jurídica Uria Menéndez*, (extraordinario), p. 252 (disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3216/documento/art32.pdf?id=3361>, última consulta 21/04/2021).

¹⁰⁸ Perdices, A., *op. cit.*

¹⁰⁹ Paz-Ares, C., *op. cit.*, p. 254.

¹¹⁰ *Ibid.*, pp. 255 - 256.

términos similares se pronuncia el artículo 184 del Reglamento del Registro Mercantil, admitiéndose, por tanto, la emisión de participaciones de voto plural.

3.3. Las *loyalty shares* y los *loyalty warrants*

En ambos casos, la doctrina parece unánime acerca de su posible incorporación a los estatutos de una sociedad. En el caso de las *loyalty shares*, tanto si se entregan en ejecución de un programa previo de fidelización (previsto en los estatutos) como si responden a una concesión ocasional, se entiende lícita su entrega¹¹¹. Por lo que respecta a la emisión de *loyalty warrants*, se mantiene que también sería factible dentro de la regulación española actual¹¹².

¹¹¹ Fernández del Pozo, L. (2018), *op. cit.*, pp. 50 - 52.

¹¹² Gutiérrez Urtiaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 95.

CAPÍTULO IV

LEY 5/2021, DE 12 DE ABRIL

4. LEY 5/2021, DE 12 ABRIL

4.1. Introducción

Con el fin de transponer a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva (UE) 2017/828, el Gobierno español elaboró un Proyecto de Ley que, tras ser aprobado por las Cortes Generales, ha culminado con la aprobación de la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Además de las reformas necesarias para adaptar nuestra legislación a lo dispuesto por la Directiva, la Ley va más allá al proponer modificaciones que no traen causa de la norma europea, tal y como prevé la misma en su considerando (55). Entre estas modificaciones¹¹³, destaca la introducción en el ámbito de las sociedades cotizadas de las acciones de lealtad, que, como hemos expuesto, fueron excluidas de la versión final de la Directiva, lo que no ha impedido que se encuentren reguladas desde hace ya unos años en otros países europeos. No obstante, en nuestro caso, se ha optado por introducir únicamente el voto doble por lealtad, no así el dividendo mejorado que sí admiten ordenamientos como el francés, el italiano o el neerlandés.

Esta reforma se ha instrumentado añadiendo al Título XIV, Capítulo VI, Sección 3ª de la LSC una nueva subsección 4ª que tiene por título: “Acciones con voto por lealtad”. A continuación, procedemos a analizar en detalle el contenido de esta nueva subsección, que comprende los artículos 527 *ter* a 527 *undecies* de la LSC.

4.2. Las acciones con voto doble por lealtad

Con respecto al Anteproyecto de Ley¹¹⁴, pueden apreciarse importantes cambios en la versión definitiva del artículo 527 *ter*, que contiene ahora una regulación más

¹¹³ Otras modificaciones que no son consecuencia directa de la transposición de la Directiva son: la exigencia de que los consejeros de las sociedades cotizadas sean necesariamente personas físicas, la eliminación de la obligación de las sociedades cotizadas de publicar información financiera trimestral y el refuerzo de las competencias supervisoras de la CNMV.

¹¹⁴ Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se

acertada. En línea con lo manifestado por parte de la doctrina¹¹⁵, se ha sustituido la expresión “Atribución de voto adicional por lealtad” por la más correcta “Previsión estatutaria de acciones con voto adicional doble por lealtad”. De acuerdo con lo que avanzábamos *supra*, la introducción de las *loyalty shares* se ha planteado como una excepción a lo previsto en los ya comentados artículos 96.2 y 188.2 de la LSC, que prohíben la emisión de acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto.

A diferencia del régimen francés, su incorporación en España será potestativa, configurándose, por tanto, como un sistema de *opt-in*, por el cual las sociedades cotizadas podrán conferir un voto doble¹¹⁶ a cada acción de la que haya sido titular un mismo accionista durante dos años consecutivos ininterrumpidos. Es en este punto donde se planteaban importantes dudas acerca del momento en el que debía entenderse que comenzaba el cómputo del plazo de dos años, pues el Anteproyecto no aclaraba si la medida podía tener efectos retroactivos (como sucede en Bélgica). Esta falta de concreción daba pie a que algún autor¹¹⁷ interpretase que cabía atribuir el voto doble a accionistas que hubiesen mantenido sus acciones durante los dos años anteriores a la modificación estatutaria por la cual se introdujese el voto doble.

No obstante, la Ley ha zanjado esta cuestión al prever expresamente que el cómputo se inicia desde la fecha de inscripción en el libro registro especial contemplado en el artículo 527 *septies*. Por tanto, salvo en el caso de sociedades que soliciten la admisión a cotización que más adelante veremos, no se privilegiarán “lealtades pasadas” sino únicamente aquellas que se desarrollen a partir de la inscripción en el mencionado registro, de ahí que todos los accionistas de la sociedad partan de una posición de igualdad en lo que respecta a la atribución de este derecho¹¹⁸.

modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (disponible en: https://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_TES_190524_AP_APL_fomento_implicacion_largo_accionistas.pdf, última consulta 21/04/2021).

¹¹⁵ Fernández Torres, I. (2019), *op. cit.*, p. 7.

¹¹⁶ Además de sustituirse la expresión “voto adicional” por la más precisa de “voto doble”, el artículo 527 *ter* precisa que por tal hay que entender “el doble de los votos que correspondan a cada una de las acciones en función de su valor nominal”.

¹¹⁷ Romero Fernández, J. A., *op. cit.*, p. 23.

¹¹⁸ Fernández Larrea, I., *op. cit.*, p. 12.

Por otra parte, si bien es cierto que el apartado segundo del artículo 527 *ter* imposibilita que los estatutos prevean un periodo de lealtad inferior a dos años, no impide que estos amplíen dicho periodo. El problema es que, al no señalarse un plazo máximo, las sociedades podrían desvirtuar la figura del voto doble exigiendo un periodo de titularidad de las acciones excesivamente elevado. De esta manera, se estaría consiguiendo que este mecanismo quedara, *de facto*, desprovisto de efectividad práctica¹¹⁹. Por ello, la doctrina considera que el legislador debería haber limitado la posibilidad de ampliar el plazo de titularidad ininterrumpida de dos años¹²⁰. Ello no se ha hecho, pese a que el Grupo Parlamentario Popular en el Senado formuló una enmienda con la intención de limitar el periodo de lealtad a un plazo máximo de cuatro años¹²¹.

Por último, el legislador, nuevamente ante las críticas de ciertos autores¹²², sí ha decidido incluir un nuevo apartado en el artículo 527 *ter* con el fin de aclarar que las acciones con doble voto por lealtad no constituirán una clase separada de acciones en el sentido del artículo 94 de la LSC, tal y como lo establecen también los ordenamientos de nuestro entorno. De este modo, el legislador insiste en el carácter *intuitu personae* del voto doble que, como hemos venido explicando, estará vinculado a la condición de titular de la acción y no a la acción en sí misma¹²³.

4.3. Mayorías y quorums necesarios para su aprobación

El artículo 527 *quater* viene a establecer unas mayorías muy exigentes para la inclusión estatutaria del voto doble por lealtad. Distingue dos posibles escenarios: por un lado, que asistan accionistas que representen el 50% o más del capital total suscrito con derecho a voto, en cuyo caso será necesario el voto favorable del 60% del capital presente o representado y, por otro lado, que concurren accionistas que representen el 25% o más

¹¹⁹ *Idem*.

¹²⁰ Romero Fernández, J. A., *op. cit.*, p. 24.

¹²¹ Enmienda número 11 presentada por el Grupo Parlamentario Popular en el Senado al Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: https://www.senado.es/legis14/publicaciones/pdf/senado/bocg/BOCG_D_14_156_1574.PDF, última consulta 21/04/2021).

¹²² Fernández Torres, I. (2019), *op. cit.*, p. 7.

¹²³ Fruto de este carácter, es que las acciones asignadas gratuitamente con ocasión de ampliaciones de capital tendrán la misma antigüedad que las que han dado derecho a dicha asignación.

del capital, sin alcanzar el 50%, en cuyo caso se precisa el voto favorable del 75%¹²⁴. Además, el apartado segundo de este mismo artículo faculta a la sociedad para acordar el aumento de estas mayorías y quorums.

Son varias las críticas que pueden hacerse a este artículo. La primera se debe a la falta de distinción (al menos de forma expresa) entre los supuestos de primera y segunda convocatoria¹²⁵. Si bien es cierto que de los artículos 194 y 201.1 de la LSC se puede deducir que el propósito del legislador es que en primera convocatoria se requiera el voto favorable del 60% y, en segunda convocatoria, el voto favorable del 75%, no estaría de más que así se hiciera constar expresamente. En segundo lugar, pese a que la Exposición de Motivos de la Ley parece señalar que su adopción requerirá de “requisitos de quorum y mayoría de votos especialmente exigentes”, esto no es del todo cierto, pues, con respecto al régimen aplicable en el caso de los acuerdos a los que se refiere el artículo 194 de la LSC, únicamente se refuerzan las mayorías de voto pero no las de asistencia.

Es por ello por lo que la doctrina considera que puede frustrarse la protección de los intereses de los accionistas minoritarios, ya que la práctica societaria demuestra lo fácil que suele ser para las sociedades cotizadas alcanzar el quorum exigido en segunda convocatoria. Por tanto, si lo que realmente se pretende es que la mayoría de control no adopte el acuerdo y, proteger así a los accionistas minoritarios, hubiera sido razonable reforzar los porcentajes mínimos de asistencia a la junta general¹²⁶. Si bien finalmente no se han reforzado los quorums de asistencia, el legislador sí ha incorporado en otros puntos de la Ley, en los artículos 527 *sexies* y *decies*, previsiones normativas con las que pretende endurecer el acceso al régimen del voto doble por lealtad.

4.4. Cláusula de extinción y eliminación de la previsión estatutaria

De acuerdo con el artículo 527 *sexies* de la LSC, transcurridos cinco años desde su inclusión, la cláusula estatutaria de voto doble por lealtad deberá ser renovada con las

¹²⁴ Es aquí donde encontramos uno de los cambios más importantes respecto del Anteproyecto, pues las mayorías previstas en este último eran más exigentes: de dos tercios con un quorum del 50% y del 80% con un quorum del 25%. Esta menor exigencia parece responder a la intención del legislador de facilitar, en la medida de lo posible, la aprobación del voto doble por lealtad.

¹²⁵ Romero Fernández, J. A., *op. cit.*, p. 25.

¹²⁶ Fernández Larrea, I., *op. cit.*, pp. 13 - 14.

mismas mayorías exigidas para su aprobación. Esta cláusula de extinción, incorporada a la Ley como consecuencia de la aprobación de una enmienda presentada por el Grupo Parlamentario Ciudadanos en el Congreso, “pretende convertirse en un mecanismo de control de la correcta utilización de este instrumento”¹²⁷, lo que, como veremos a continuación, puede que resulte no ser así. Por lo demás, el texto definitivo de la Ley mantiene lo ya previsto en el Proyecto de Ley acerca de que el voto doble por lealtad podrá ser suprimido en cualquier momento con los quorums y mayorías previstos en el artículo 201.2 de la LSC, esto es, por mayoría absoluta cuando la asistencia a la junta sea del 50% del capital o con el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado cuando concurren accionistas que representen el 25% o más del capital sin alcanzar el 50%.

La voluntad del legislador de hacer más asequible y sencilla la eliminación del sistema que su incorporación¹²⁸ se pone de manifiesto en cuatro aspectos: primero, se exige que el voto doble por lealtad sea nuevamente avalado por los accionistas a los cinco años de haberse introducido; segundo, las mayorías exigidas para la eliminación del voto doble son inferiores a las requeridas para su aprobación; tercero, a diferencia de lo que ocurre con su introducción, en el caso de la eliminación no se reconoce la posibilidad de que la sociedad incremente los quorums y mayorías de voto previstos en la Ley; y, cuarto, el propio artículo 527 *sexies* añade que, en caso de que hubieran transcurrido diez años desde la fecha de aprobación del voto doble, este no se tendrá en cuenta en el cómputo de los quorums y mayorías necesarios para su eliminación, lo que constituye una excepción al régimen general del cómputo del voto por lealtad que expondremos más adelante.

Fue, precisamente, esta última previsión una de las que más problemas interpretativos planteó en el Anteproyecto, ya que, en él, no quedaba claro si a los diez años el voto reforzado dejaba de tenerse en cuenta en todo caso o solamente ante su hipotética eliminación. De hecho, hubo quien entendió que, pasados los diez años, la falta

¹²⁷ Enmienda número 7 presentada por el Grupo Parlamentario Ciudadanos en el Congreso de los Diputados al Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-28-3.PDF, última consulta 21/04/2021).

¹²⁸ *Ibid.*, p. 14.

de cómputo del voto doble operaba con carácter general¹²⁹. Afortunadamente, el legislador se encargó de resolver esta cuestión en la Ley finalmente aprobada¹³⁰.

Por otra parte, hay que destacar la novedad que una previsión de este tipo supone respecto de los ordenamientos europeos que ya regulan el voto reforzado, pues nos encontramos ante lo que se conoce como mecanismo de puesta de sol o *sunset provision*¹³¹. Las cláusulas de puesta de sol disponen que, cumplido un plazo (*time-based provisions*) o un hecho determinado (*event-based provisions*), las acciones con más derechos de voto los pierden y pasan a tener el mismo número de votos que una acción ordinaria¹³². Si bien es cierto que las jurisdicciones europeas no contemplan este tipo de cláusulas al regular las acciones de lealtad, la situación es bien distinta en Estados Unidos, donde son habituales en las sociedades con estructuras de acciones duales¹³³.

Tal y como se regulaba el artículo 527 *sexies* en el Proyecto de Ley, esto es, sin la exigencia de renovación del régimen de voto doble transcurridos cinco años desde su aprobación, la cláusula de puesta de sol podía calificarse como parcial o limitada, pues, realmente, transcurridos diez años desde su aprobación, no llega a producirse la pérdida del voto doble, sino que únicamente se carece de este en caso de votación sobre su eliminación. Sin embargo, la modificación introducida en sede parlamentaria permite afirmar que se está ante un auténtico mecanismo de puesta de sol, al haberse establecido una fecha (5 años) a partir de la cual el voto doble cesará de existir (en todo caso), a menos que una extensión indefinida del mismo sea aprobada con la mayoría exigida para su adopción inicial¹³⁴.

¹²⁹ Fernández Torres, I. (2019), *op. cit.*, pp. 7 - 8.

¹³⁰ Sin embargo, hay quienes, como Fernández Larrea, I., *op. cit.*, p. 26, continúan criticando esta norma por considerar que el legislador no hace bien en equiparar a aquellos accionistas que llevan diez años beneficiándose del voto doble con aquellos otros que acaban de adquirirlo. En este sentido, consideran que si la intención del legislador es que los accionistas leales más veteranos no puedan condicionar la eliminación del sistema, debería hacerse una distinción entre estos y los accionistas leales más noveles, permitiendo a estos últimos conservar el voto doble en caso de votación sobre la eliminación de este derecho si no han transcurrido diez años desde que lo adquirieron.

¹³¹ Buil Vera, I., *op. cit.*, p. 68.

¹³² Gutiérrez Urriaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 104.

¹³³ En un estudio con una muestra de 139 sociedades estadounidenses, Winden, A. W. (2018). Sunrise, sunset: an empirical and theoretical assessment of dual-class stock structures. *Columbia Business Law Review*, (852), pp. 871 - 872 (disponible en: <https://core.ac.uk/download/pdf/267804877.pdf>, última consulta 21/04/2021), expone que el 35% de las que salieron a bolsa entre 2010 y 2017 adoptaron *time-based provisions*, siendo la mayoría de estas sociedades compañías tecnológicas.

¹³⁴ Una alternativa a la regulación prevista en la Ley habría consistido en establecer la obligatoriedad de renovar la previsión estatutaria cada cinco años y no solo transcurrido el primer lustro desde su aprobación.

El único problema que puede plantearse en torno a esta novedad es que la Ley no precisa de forma expresa, como sería oportuno, si en esa segunda votación que tendrá lugar transcurridos cinco años se tendrán en cuenta los derechos de voto doble que hayan podido ya adquirir ciertos accionistas en el transcurso de ese tiempo. Si bien el artículo 527 *sexies* establece que la renovación deberá efectuarse “en las condiciones contenidas en el artículo 527 *quater*”, podría entenderse que dichas condiciones se refieren únicamente a las mayorías que en él se establecen y no a la situación en la que se produce esa primera aprobación, en la que ningún accionista tiene todavía derecho al voto doble.

Evidentemente, si el objetivo, tal y como constaba en la justificación de la enmienda ya citada presentada por el Grupo Parlamentario Ciudadanos, es reforzar el control que sobre las acciones de lealtad podrán ejercer los accionistas de la sociedad, el voto doble no debería tenerse en cuenta para su renovación. De lo contrario, la eficacia de esta cláusula de extinción podría verse enormemente limitada porque, con carácter general, la renovación del voto doble por lealtad sería más sencilla de conseguir, al ser los accionistas de control quienes más se beneficiarían de este voto doble. Por ello, a fin de evitar estas dudas interpretativas, habría sido conveniente que el legislador se hubiera pronunciado aquí con la misma claridad con la que lo ha hecho en el caso de la eliminación del voto doble transcurridos diez años desde su aprobación, en el que expresamente se dice que aquel no se tendrá en cuenta.

En lo que sí parece haber acertado el legislador español es en no imponer un mecanismo de reversión automática, ya que, a priori, es preferible que la supresión o extensión del voto doble dependa de la voluntad de los accionistas¹³⁵, que serán quienes, llegado el momento, podrán tomar la decisión de extender o no su vigencia.

4.5. Cómputo del voto por lealtad

El artículo 527 *quinquies* viene a establecer que salvo que los estatutos dispongan lo contrario, el voto doble se tendrá en cuenta tanto para determinar el quorum de la junta general, que se calculará sobre el número total de votos, incluyendo los dobles, como para hacer el cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos. El

¹³⁵ Gutiérrez Urtiaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 104.

hecho de que también se prime al accionista leal en lo que respecta al cálculo del quorum de asistencia, hace que parte de la doctrina considere que se le está premiando sobremanera¹³⁶, motivo por el cual hay quien aconseja limitar el número de acuerdos de la junta sobre los que pueda operar el voto doble¹³⁷. Además, la Ley, a diferencia del Anteproyecto, declara de forma expresa que la limitación máxima del número de votos que puede emitir un mismo accionista fijada en los estatutos se extiende también a los votos dobles.

Por otra parte, los votos dobles por lealtad deberán ser tenidos en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas y de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición de valores. Hubo quien echó en falta que el Anteproyecto previera un plazo de transitoriedad o de suspensión de la obligación de formular una OPA, para el caso de que, fruto de una sucesión de operaciones, un accionista rebasare momentáneamente y de forma involuntaria¹³⁸ los umbrales que obligan a lanzar una OPA¹³⁹. El legislador tomó buena nota de ello y decidió añadir en la Ley un tercer apartado al artículo 131 de la Ley del Mercado de Valores¹⁴⁰. En él se prevé que si como consecuencia exclusiva del sistema de voto doble un accionista alcanza, directa o indirectamente, un número de derechos de voto igual o superior al 30%, dicho accionista no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de dicho porcentaje sin formular, dentro de los tres meses siguientes, una OPA dirigida a la totalidad del capital social. No obstante, se le exime de formular la OPA si, dentro de esos tres meses, enajena o renuncia a los derechos de voto excedentarios, siempre que, durante ese mismo periodo, no ejerza tales derechos políticos u obtenga una dispensa de la CNMV¹⁴¹.

¹³⁶ Romero Fernández, J. A., *op. cit.*, p. 28.

¹³⁷ Fernández Larrea, I., *op. cit.*, p. 15.

¹³⁸ Es decir, sin tener verdaderamente la intención de mantener una posición tan elevada en la sociedad.

¹³⁹ Fernández Torres, I. (2019), *op. cit.*, p. 9.

¹⁴⁰ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435>, última consulta 21/04/2021).

¹⁴¹ Esta previsión ha de calificarse como un acierto por parte del legislador español, pues parece razonable conceder la posibilidad de deshacer parte de su posición o de renunciar a su derecho de voto doble al accionista que de manera no intencionada rebasa el umbral del 30% de los derechos de voto.

4.6. Acreditación del periodo de lealtad: el libro registro especial

La ausencia absoluta de regulación en el Anteproyecto sobre el “registro complementario” que en él se mencionaba fue quizás el aspecto más criticado por la doctrina. Es por ello que el legislador dedica ahora, en la Ley, los artículos 527 *septies* y *nonies* a regular, respectivamente, el “libro registro especial de acciones con voto doble” y la acreditación del periodo de lealtad.

Así, en dicho registro, deberán constar los datos previstos en el también reformado artículo 497.1 de la LSC:

- a) el nombre y datos de contacto del accionista;
- b) el número de acciones de las que es titular; y
- c) si la sociedad lo solicita, las clases de dichas acciones y la fecha desde la que se ostenta su titularidad.

Es el propio accionista quien deberá solicitar su inscripción en el registro indicando el número de acciones respecto de las que pretende el reconocimiento¹⁴², permitiéndosele, por tanto, modular el alcance de su derecho de voto doble. El accionista que goce de este derecho deberá comunicar a la sociedad cualquier transmisión de acciones que minore el número de votos por lealtad inscritos a su nombre. Asimismo, podrá comunicar a la sociedad, en cualquier momento, su renuncia total o parcial al voto doble que pudiera corresponderle¹⁴³.

Por último, en los artículos 527 *septies* y *nonies* se establece también un importante régimen de publicidad y transparencia que obliga a la sociedad a, primero, facilitar sin demora la información que conste en el libro registro a cualquier accionista que lo solicite y, segundo, a incluir en su página web información permanentemente actualizada sobre el número de acciones con voto doble existentes, así como sobre

¹⁴² Cuya titularidad ha de acreditar mediante un certificado expedido por la entidad encargada del libro registro de anotaciones en cuenta.

¹⁴³ Fernández Larrea, I., *op. cit.*, p. 27, plantea sus dudas acerca del carácter definitivo o no de la renuncia, es decir, acerca de la posibilidad del accionista de desdecirse de la renuncia y “reactivar” su inscripción en el registro.

aquellas inscritas pendientes aún de cumplir el periodo de lealtad¹⁴⁴. Asimismo, se recoge la obligación de notificar esta misma información a la CNMV (consecuencia de la aprobación de la enmienda número 22 presentada por el Grupo Parlamentario Socialista en el Congreso¹⁴⁵).

4.7. Transmisión de las acciones con voto doble

Siguiendo a los ordenamientos de nuestro entorno, el artículo 527 *decies* dispone que la cesión o transmisión, directa o indirecta, a título oneroso o gratuito, de las acciones con voto doble por lealtad conlleva, con carácter general, la extinción de este derecho desde la fecha de la cesión o transmisión. Es aquí donde nuevamente queda patente el carácter subjetivo o *intuitu personae* de este privilegio, al vincularse al accionista y no a la acción en sí. No obstante, al igual que en derecho comparado, se prevén una serie de supuestos en los que, salvo disposición en contrario de los estatutos¹⁴⁶, el adquirente de las acciones podrá seguir disfrutando del voto doble. Se trata de:

- a) la sucesión mortis causa¹⁴⁷;
- b) la disolución y liquidación de la sociedad de gananciales o comunidad de bienes;
- c) la donación entre cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o entre ascendientes y descendientes;
- d) las modificaciones estructurales previstas en la Ley 3/2009, ya se trate de la sociedad titular de las acciones o de la sociedad emisora¹⁴⁸; y
- e) la transmisión entre sociedades del mismo grupo¹⁴⁹.

¹⁴⁴ Es precisamente esto lo que Fernández Torres, I. (2019), *op. cit.*, p. 8, proponía para mejorar la deficiente regulación del Anteproyecto.

¹⁴⁵ Enmienda número 22 presentada por el Grupo Parlamentario Socialista en el Congreso de los Diputados al Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-28-3.PDF, última consulta 21/04/2021).

¹⁴⁶ Lo que significa que las sociedades pueden decidirse a reforzar aún más el carácter *intuitu personae* de estas acciones.

¹⁴⁷ Fernández Larrea, I., *op. cit.*, p. 18, considera que en este caso concreto la excepción prevista legalmente no debería revestir carácter dispositivo.

¹⁴⁸ En este último caso, siempre que la sociedad resultante de la modificación estructural prevea en sus estatutos las acciones con voto doble.

¹⁴⁹ Supuesto no previsto en el Anteproyecto e incorporado en el Proyecto de Ley.

Nuevamente, como consecuencia de la aprobación de la enmienda número 9 presentada por el Grupo Parlamentario Ciudadanos en el Congreso¹⁵⁰, se introdujo en el borrador final de la Ley una novedad sumamente interesante que no se contempla en otros ordenamientos europeos. Nos referimos a la excepción que se prevé en el caso de las letras a), b) y c) que acaban de mencionarse, por la cual, en esos supuestos, cuando el adquirente se trate de un accionista de control, se deberá someter a votación la condición de accionista con voto doble respecto de las acciones adquiridas por aquel en la forma que determinen los estatutos. Si bien puede resultar insuficiente este mecanismo de control a la transmisión del voto doble, es de alabar que, a diferencia de otros países, el legislador español trate de limitar de alguna forma el excesivo poder que el voto doble puede conferir a los accionistas de control. Recuérdese que ordenamientos como el francés o el italiano sí restringen el dividendo mejorado que puede recibir un mismo accionista, pero, en cambio, sorprendentemente, no establecen ninguna cortapisa en el caso del voto reforzado.

Por último, como se ha comentado ya en numerosas ocasiones, el voto doble beneficiará de forma automática a las acciones que, con motivo de una ampliación de capital, sean asignadas gratuitamente por la titularidad de acciones que ya gozaban de dicho derecho.

4.8. Otras cuestiones

Con el fin de incentivar la salida a bolsa de las sociedades, el legislador ha decidido incorporar en el artículo 527 *octies* un régimen especial para aquellas sociedades que soliciten la admisión a cotización en un mercado regulado. En virtud de este régimen, estas sociedades podrán, mediante los quorums y mayorías del artículo 527 *quater*, incorporar a sus estatutos el voto doble por lealtad, que producirá efectos desde la fecha de admisión a cotización¹⁵¹. Para ello, deberá crearse al mismo tiempo el libro registro

¹⁵⁰ Enmienda número 9 presentada por el Grupo Parlamentario Ciudadanos en el Congreso de los Diputados al Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-28-3.PDF, última consulta 21/04/2021).

¹⁵¹ Una vez más, se trata de un régimen ya sugerido por Fernández Torres, I. (2019), *op. cit.*, p. 9, quien lo consideraba necesario para que, al salir a bolsa, los fundadores de la sociedad pudiesen mantener el control

especial, en el que podrán inscribirse con anterioridad a la fecha de admisión a cotización los accionistas que ya cumplan con el periodo de lealtad de dos años. De este modo, los accionistas que figuren inscritos gozarán del voto doble desde la fecha misma de admisión a negociación de las acciones.

Por último, para el caso de titularidad indirecta de las acciones, el artículo 527 *undecies* puntualiza que únicamente el beneficiario último de las mismas habrá de acreditar su titularidad ininterrumpida durante el plazo fijado legalmente. Es, por tanto, el cambio de beneficiario último el que acarreará la extinción del voto doble, salvo que concurra alguna de las excepciones recogidas en el artículo 527 *decies*¹⁵².

de la misma mediante la asignación de derechos de voto doble. De esta manera, se lograría además reducir la dependencia de las sociedades en el crédito bancario.

¹⁵² Junto con Fernández Larrea, I., *op. cit.*, p. 28, entendemos que la remisión que el artículo 527 *undecies* hace a los supuestos del artículo 527 *decies* comprende también la posibilidad de que los estatutos dispongan que no se apliquen dichas excepciones.

CAPÍTULO V

VALORACIÓN DE LAS ACCIONES DE LEALTAD

5. VALORACIÓN DE LAS ACCIONES DE LEALTAD

Si bien en los epígrafes anteriores hemos aprovechado también para enjuiciar y criticar la regulación sobre las *loyalty shares* existente tanto en el derecho comparado como en la Ley 5/2021, estimamos oportuno detenernos ahora en su valoración. Se trata, en definitiva, de exponer las ventajas e inconvenientes que presentan estas acciones con el propósito de alcanzar una conclusión positiva o negativa sobre las mismas.

5.1. Ventajas de las acciones de lealtad

En primer lugar, se trata de un instrumento que modernizaría y dotaría de una mayor flexibilidad al derecho de sociedades español¹⁵³. Al mismo tiempo, las acciones de lealtad contribuirían a hacer más atractivo y a reducir la desventaja competitiva de nuestro ordenamiento respecto de otros ordenamientos europeos¹⁵⁴. En términos similares se pronunció hace unos meses el expresidente de la CNMV, Sebastián Albella, en un seminario¹⁵⁵ organizado por el Observatorio Gonzalo Jiménez-Blanco Ashurst-ICADE, en el que se mostró a favor esta nueva herramienta por entender que alinearía a España con otros países de su entorno, además de hacer más atractivo nuestro mercado bursátil¹⁵⁶.

El voto doble vendría a reforzar la estabilidad del accionariado, favoreciendo con ello la implantación de políticas más centradas en el largo plazo. Además, este mantenimiento de la misma estructura accionarial fomentaría también la estabilidad económica y financiera del mercado en su conjunto, dando lugar a una formación eficiente de los precios y a una reducción de la volatilidad¹⁵⁷. Por otra parte, las acciones de lealtad harían posible que las sociedades con accionistas de control obtuvieran financiación en los mercados de valores, a través de ampliaciones de capital, sin necesidad de perder su posición de dominio¹⁵⁸. Igualmente, podrían ser un instrumento eficaz a la hora de incentivar la salida a bolsa de ciertas sociedades, al permitir que los socios fundadores conservasen su control. Esto sería especialmente importante en el caso

¹⁵³ Romero Fernández, J. A., *op. cit.*, p. 22.

¹⁵⁴ Gandía Pérez, E., *op. cit.*, p. 71.

¹⁵⁵ El seminario tenía por título: “Derechos del accionista: la Directiva SRD II y sus implicaciones para sociedades cotizadas”.

¹⁵⁶ Rodríguez, F. (2020). Las acciones de lealtad no tienen quien las quiera. *Revista Consejeros*, p. 75.

¹⁵⁷ Fernández Torres, I. (2017), *op. cit.*, p. 86.

¹⁵⁸ Gutiérrez Urtiaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 98.

de las empresas tecnológicas, donde la destreza y la buena reputación de los fundadores se erigen en factores clave para el desarrollo empresarial¹⁵⁹. Además, de esta forma, los accionistas de control podrían liberar recursos y destinarlos a otros proyectos, mitigando así su exposición al riesgo específico de la empresa¹⁶⁰.

Respecto de otros mecanismos de reforzamiento del control, las acciones de lealtad parecen presentar tres ventajas¹⁶¹:

- i. son más transparentes que otros instrumentos considerados opacos (como las estructuras piramidales o los pactos parasociales);
- ii. no dan lugar a una divergencia extrema entre los derechos políticos y los económicos, al no conferir más que un voto doble; y
- iii. son más ecuánimes, al tratar por igual a todos los accionistas en el momento de su emisión.

En particular, de la Ley 5/2021 merece la pena destacar el acierto del legislador al no seguir el sistema francés y configurar el voto doble con carácter dispositivo (*opt-in*). Lo mismo puede decirse de la posibilidad, sujeta a ciertas condiciones, de no formular una OPA si, como consecuencia de la alteración en el número de acciones con voto doble, se supera el umbral del 30% de los derechos de voto. Paralelamente, la excepción contemplada para los accionistas de control en algunos supuestos de transmisión de acciones parece ir en la dirección correcta. Por último, al margen de las dudas interpretativas que plantea, la previsión de una cláusula de puesta de sol sitúa a España a la vanguardia de la protección de los inversores externos¹⁶², al incentivar que los accionistas de control los tomen en consideración si no quieren exponerse a que aquellos supriman en un futuro la previsión estatutaria del voto doble. Además, evita el incentivo

¹⁵⁹ Gandía Pérez, E., *op. cit.*, p. 67, relata como Google o Facebook hicieron uso de acciones de voto plural (asimilables a estos efectos a las acciones con voto doble por lealtad) en sus salidas a bolsa, permitiendo a sus respectivos fundadores mantener la mayoría de los derechos de voto con menos del 50% del capital social.

¹⁶⁰ *Ibid.*, p. 68.

¹⁶¹ Fernández Larrea, I., *op. cit.*, p. 7.

¹⁶² Gutiérrez Urtiaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 103.

perverso para los accionistas de control de reducir progresivamente su participación en la sociedad y, sin embargo, seguir teniendo garantizado el control de la misma.

5.2. Desventajas de las acciones de lealtad

El objetivo de las acciones de lealtad no es otro que fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas en la sociedad o lo que viene siendo, en otras palabras, combatir el cortoplacismo. Como ya se ha visto, si hay o no cortoplacismo es algo sobre lo que no hay consenso en la doctrina, siendo varios los autores que niegan su existencia. Asimismo, no hay pruebas concluyentes sobre los supuestos beneficios procedentes de la permanencia en la sociedad de inversores largoplacistas, ni tampoco sobre el carácter necesariamente nocivo de toda decisión cortoplacista. Por ello, además de considerar las acciones de lealtad innecesarias, parte de la doctrina advierte de su ineficacia, pues incluso en el hipotético caso de que, efectivamente, las sociedades cotizadas adoleciesen de un problema de cortoplacismo, no contamos con evidencias empíricas de que las acciones de lealtad acarreen forzosamente una mayor participación de los accionistas en la sociedad y, por tanto, de que contribuyan realmente a resolver este problema¹⁶³.

Tampoco debe obviarse que no todos los accionistas están guiados por el mismo interés ni todos están interesados en involucrarse en la sociedad¹⁶⁴. Esta actitud pasiva de los accionistas, propia sobre todo de los minoritarios, puede venir motivada, entre otras cuestiones, por no tener una participación muy elevada, por los costes de coordinarse con otros accionistas y por la voluntad de mantener sus inversiones diversificadas¹⁶⁵. Ello lleva a que solo los accionistas de control y algunos inversores institucionales verdaderamente comprometidos estén interesados en este mecanismo. Es por esto por lo que las acciones de lealtad no parecen ser una solución contra esta apatía racional de los accionistas minoritarios¹⁶⁶.

Ante la falta de certeza de que las acciones de lealtad cumplan realmente los fines que pretenden perseguir, no es extraño pensar que, en la práctica, se estén utilizando con

¹⁶³ Entre otros, Gurrea-Martínez, A., *op. cit.*, p. 4; Fernández Larrea, I., *op. cit.*, p. 18.; Romero Fernández, J. A., *op. cit.*, p. 14; Gutiérrez Urtiaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 94.

¹⁶⁴ Fernández Torres, I. (2017), *op. cit.*, p. 101.

¹⁶⁵ Entre otros, Gurrea-Martínez, A., *op. cit.*, p. 4 y Villacorta Hernández, M. A., *op. cit.*, p. 58.

¹⁶⁶ Romero Fernández, J. A., *op. cit.*, p. 14.

otros objetivos. Así, hay quienes consideran que su finalidad es más bien facilitar el control de las sociedades cotizadas por los accionistas significativos, llegando a decirse que no son un instrumento de defensa de la minoría, sino un mecanismo de maquillaje cuya pretensión es evitar a accionistas incómodos¹⁶⁷. En particular, las acciones de lealtad responderían al interés de determinados *lobbies* en perpetuarse en el control de las sociedades cotizadas. Estos *lobbies* serían el Estado y determinadas familias¹⁶⁸, que podrían reducir su participación en el capital de la sociedad sin perder el control de la misma.

Esta idea se ve reforzada por el hecho de que al favorecer por igual a accionistas mayoritarios y minoritarios, las acciones de lealtad realmente no aumentarían el peso relativo de estos últimos en la sociedad, sino que más bien lo minorarían, como consecuencia de la apatía racional de la que ya hemos hablado. De ahí, que resulte difícil entender por qué en la Ley no se ha restringido el acceso de los accionistas de control al voto doble¹⁶⁹, más allá de la excepción prevista para ciertos supuestos de transmisión de acciones. Por todo ello, la doctrina teme que este probable incremento de poder de los accionistas de control pueda incentivar la expropiación de los accionistas minoritarios a manos de aquellos¹⁷⁰.

Estos abusos a los que pueden conducir mecanismos como las acciones de lealtad no son algo nuevo ni desconocido, sino que ya han sido experimentados años atrás con las acciones de voto plural en países como Italia, Francia o Alemania¹⁷¹. Pero es que ni siquiera es necesario remontarse a tiempos pretéritos para encontrarse con estas malas praxis, sino que tenemos un ejemplo muy reciente en la fallida fusión entre Mediaset España y Mediaset Italia. En ella, tanto el Juzgado de lo Mercantil¹⁷² como la Audiencia

¹⁶⁷ *Ibid.*, p. 26.

¹⁶⁸ Gurrea-Martínez, A., *op. cit.*, p. 12.

¹⁶⁹ Parece que el legislador español se ha limitado a copiar en este punto la regulación francesa e italiana que, como ya comentamos *supra*, ponen un techo al dividendo mejorado percibido por un mismo accionista, pero, incomprensiblemente, «se olvidan» de hacer lo mismo en el caso del voto doble.

¹⁷⁰ Gutiérrez Urtiaga, M., & Sáez Lacave, M., *op. cit.*, p. 99.

¹⁷¹ Gandía Pérez, E., *op. cit.*, pp. 81 y 84 - 85.

¹⁷² Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Madrid 461/2019, de 10 de octubre de 2019 (recurso 1625/2019). Roj: AJM M 82/2019 (disponible en: <https://www.poderjudicial.es/search/AN/openDocument/7440044f3b162280/20191030>, última consulta 21/04/2021).

Provincial de Madrid¹⁷³, consideraron que la estructura del voto de lealtad había sido concebida para blindar los intereses del accionista mayoritario (Fininvest) en perjuicio de los del minoritario (Vivendi)¹⁷⁴.

Otros inconvenientes de las acciones de lealtad puestos de manifiesto por parte de la doctrina son:

- i. el impacto negativo que su implantación puede tener en la liquidez de la sociedad y del mercado en su conjunto¹⁷⁵;
- ii. el bloqueo de ciertas operaciones de adquisición que pudieran ser de interés para los accionistas minoritarios, al tratarse de una medida anti-OPA o, al menos, de defensa frente a OPAs hostiles¹⁷⁶; y
- iii. el perjuicio al gobierno corporativo y a la creación de valor en las sociedades cotizadas¹⁷⁷.

Finalmente, conviene recordar que los inconvenientes que puede generar la incorporación de las acciones de lealtad no son los mismos en todas las sociedades. Como es lógico, estos efectos negativos son más propensos a darse en sociedades con un capital concentrado, como suele ser el caso de las sociedades europeas y, por ende, de las españolas. Por el contrario, estos riesgos se ven algo mitigados en sociedades con una estructura de capital más diluida, caso habitual de las sociedades norteamericanas.

¹⁷³ Auto de la Audiencia Provincial de Madrid 32/2020 (Sección 28ª), de 14 de febrero de 2020 (recurso 869/2019). Roj: AAP M 1097/2020 (disponible en: <https://www.poderjudicial.es/search/AN/openDocument/91eeb1c281fe2b1d/20200518>, última consulta 21/04/2021).

¹⁷⁴ Motivo por el cual el Juzgado de lo Mercantil ordenó y la Audiencia Provincial confirmó la suspensión cautelar de los acuerdos sociales aprobados por la Junta General de Mediaset España relativos a la fusión.

¹⁷⁵ Fernández del Pozo, L. (2018), *op. cit.*, p. 32.

¹⁷⁶ Entre otros, Fernández Torres, I. (2017), *op. cit.*, pp. 92 y 94 y Vos, T., *op. cit.*, pp. 9 y 12.

¹⁷⁷ Gurrea-Martínez, A., *op. cit.*, p. 7.

CAPÍTULO VI

CONCLUSIÓN

6. CONCLUSIÓN

Si bien las acciones de lealtad nacen con el fin de mitigar el sesgo cortoplacista que padecen algunos inversores e impulsar la permanencia en la sociedad de estos, no contamos con pruebas suficientes de que exista tal problema de cortoplacismo y tampoco de que las acciones de lealtad sean, en su caso, la solución al mismo. Por el contrario, teniendo presente la experiencia que otros países han tenido con esta figura, parece que las acciones de lealtad, más que favorecer a los accionistas minoritarios, refuerzan la posición de control de los mayoritarios. Además, este inconveniente que su introducción puede suponer se acentúa aún más si cabe en mercados como el español, caracterizados ya de por sí por una nada desdeñable concentración accionarial.

Por todo ello, entendemos que su incorporación, que no viene exigida por el derecho de la Unión Europea, habría requerido de un mayor y sosegado debate que permitiera conocer verdaderamente la idoneidad de la medida. De ahí, que seamos de la opinión de que su introducción debiera, al menos, haberse pospuesto hasta que sus beneficios para el mercado de valores español resultaren más evidentes. No obstante, el hecho de que no haya sido así, refuerza la idea de que, al margen de que cumplan o no los objetivos perseguidos, su inclusión no responde sino a la intención de equiparar nuestro ordenamiento al de nuestros homónimos europeos, reduciendo la desventaja competitiva que pudiera existir respecto de estos y evitando así que las sociedades cotizadas españolas pudieran verse tentadas a migrar a otros países por este motivo.

Una vez han sido aprobadas las acciones de lealtad, sería razonable admitir también la posibilidad de que, además de un voto doble, los estatutos pudieran prever un dividendo mejorado para los accionistas leales, tal y como ocurre en Francia e Italia. Es cierto que el dividendo mejorado, a diferencia del voto reforzado, no es un incentivo político sino económico, pudiendo haber quien interprete que puede, en cierto modo, desvirtuar el fin último que persiguen las acciones de lealtad, al poder darse la circunstancia de que los accionistas mantengan sus acciones con la única intención de percibir el dividendo mejorado y que esa permanencia no se traduzca en una mayor participación en la sociedad. La cuestión es que, como se ha expuesto, parece que el voto doble tampoco soluciona este problema, por lo que, al igual que el dividendo mejorado, no garantiza una mayor involucración de los accionistas.

Por ello, consideramos que si a lo que realmente pueden aspirar las acciones de lealtad es a lograr que, independientemente de que los accionistas se involucren o no, estos permanezcan en la sociedad por periodos de tiempo más prolongados, el dividendo mejorado parece ser una solución tan o más válida que el voto doble. En efecto, es presumible que muchos accionistas minoritarios antepongan el premio económico que supone el dividendo mejorado al voto doble que, tal y como se regula en la Ley, carecería en algunos casos de atractivo y podría incluso resultar perjudicial para sus intereses.

Asimismo, estimamos oportuno que en el caso del voto doble y en el del dividendo mejorado (si más adelante se optase por su incorporación), se limite el acceso que a los mismos pueden tener los accionistas significativos. Se trataría de seguir el modelo francés e italiano, donde se ponen techos al dividendo mejorado que puede percibir un mismo accionista, extendiéndolo también al voto doble. Es cierto que la LSC recoge ya la posibilidad de que los estatutos limiten el número máximo de votos a emitir por un mismo accionista, en cuyo caso, quizás no sería tan necesario modular el alcance del voto doble. Sin embargo, el que se dé la posibilidad no significa necesariamente que así se haga, de ahí que juzguemos conveniente la introducción de mayores cautelas que reduzcan el riesgo de expropiación por parte de los accionistas mayoritarios. Solo así podrán las acciones de lealtad inspirar confianza en los accionistas minoritarios y constituir un verdadero aliciente para su compromiso a largo plazo con la sociedad.

Hasta ahora, tanto el legislador europeo como el nacional parecen haber concentrado sus esfuerzos en tratar de reforzar los derechos de los accionistas. Sin embargo, resulta evidente que esto no es suficiente si verdaderamente se pretende cumplir con el objetivo de fomentar la sostenibilidad y el largoplacismo de las sociedades cotizadas. Para ello, se hace preciso adoptar medidas en otros frentes, como puede ser el de la remuneración de los administradores, dotándola de un enfoque más largoplacista. En este punto, si bien hay margen de mejora, ha de reconocerse que el artículo 217.4 de la LSC supuso ya una importante novedad, al disponer que aquella deberá estar orientada “a promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo”.

Por otra parte, la supresión de la obligación de las sociedades cotizadas de suministrar información financiera trimestral que contempla la Ley resulta coherente con algunos de los argumentos esgrimidos por el legislador para incorporar las acciones de

lealtad, pues vendría a equipararnos también en esta materia con los países de nuestro entorno. No obstante, al igual que las acciones de lealtad, no está claro que se trate de una medida que favorezca el largo plazo.

Una alternativa de lo más atractiva sería la introducción de incentivos fiscales, de manera que los beneficios obtenidos por la venta de acciones estuvieran sometidos a un tipo de gravamen diferente en función del tiempo durante el que se hubieran poseído aquellas. Se trataría de dar un tratamiento fiscal diferente a los accionistas en función de su perfil inversor, gozando aquellos que mantuvieran sus inversiones en el largo plazo de un régimen más favorable. Quizás así se lograría desincentivar la especulación.

En definitiva, la pugna con el cortoplacismo no parece que pase por las acciones de lealtad o, al menos, únicamente por ellas, sino que ha de ir más allá, debiéndose reflexionar sobre la posibilidad de que los ordenamientos reconozcan expresamente un deber de lealtad del accionista, de modo que el reforzamiento de sus derechos venga al mismo tiempo acompañado de una mayor responsabilidad.

7. BIBLIOGRAFÍA

7.1. Legislación

Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (disponible en: https://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_TES_190524_AP_APL_fomento_implicacion_largo_accionistas.pdf, última consulta 21/04/2021).

Code de commerce (disponible en: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/section_lc/LEGITEXT000005634379/LEGISCTA000006161291/2021-01-19/, última consulta 21/04/2021).

Code des sociétés et des associations du 23 mars 2019 (disponible en: https://www.ejustice.just.fgov.be/img_1/pdf/2019/03/23/2019A40586_F.pdf, última consulta 21/04/2021).

Codice Civile (disponible en: <https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile>, última consulta 21/04/2021).

Decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3. Gazzetta Ufficiale, n° 19, de 24 de enero (disponible en: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/03/25/15A02336/sg>, última consulta 21/04/2021).

Decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91. Gazzetta Ufficiale, n° 144, de 24 de junio (disponible en: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/06/24/14G00105/sg>, última consulta 21/04/2021).

Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32007L0036&from=ES>, última consulta 21/04/2021).

Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=ES>, última consulta 21/04/2021).

Enmienda número 7 presentada por el Grupo Parlamentario Ciudadanos en el Congreso de los Diputados al Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-28-3.PDF, última consulta 21/04/2021).

Enmienda número 9 presentada por el Grupo Parlamentario Ciudadanos en el Congreso de los Diputados al Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-28-3.PDF, última consulta 21/04/2021).

Enmienda número 22 presentada por el Grupo Parlamentario Socialista en el Congreso de los Diputados al Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en:

https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-28-3.PDF, última consulta 21/04/2021).

Enmienda número 11 presentada por el Grupo Parlamentario Popular en el Senado al Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: https://www.senado.es/legis14/publicaciones/pdf/senado/bocg/BOCG_D_14_156_1574.PDF, última consulta 21/04/2021).

Informe sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial (disponible en: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2015-0158_ES.html#title1, última consulta 21/04/2021).

Legge 11 agosto 2014, n. 116. Gazzetta Ufficiale, nº 192, de 20 de agosto (disponible en: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/08/20/14G00128/sg>, última consulta 21/04/2021).

Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2021/04/13/pdfs/BOE-A-2021-5773.pdf>, última consulta 21/04/2021).

Loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses (disponible en: https://www.ejustice.just.fgov.be/img_1/pdf/2019/03/23/2019040586_F.pdf, última consulta 21/04/2021).

LOI n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle (disponible en: <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000028811102/>, última consulta 21/04/2021).

Loi relative aux offres publiques d'acquisition du 1 avril 2007 (disponible en: https://www.ejustice.just.fgov.be/img_1/pdf/2007/04/01/2007003184_F.pdf, última consulta 21/04/2021).

Proyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (disponible en: https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-28-1.PDF#page=1, última consulta 21/04/2021).

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>, última consulta 21/04/2021).

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435>, última consulta 21/04/2021).

Regolamento Consob 14 maggio 1999, n. 11971 (disponible en: http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_1999_11971.pdf/bd8d1812-6866-473e-8234-c54c75c0363a, última consulta 21/04/2021).

Resolución del Parlamento Europeo, de 26 de febrero de 2014, sobre la financiación a largo plazo de la economía europea (2013/2175(INI)) (disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014IP0161&from=EN>, última consulta 21/04/2021).

Testo delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF). Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (disponible en: http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs_58_1998.html/9e6c1bfd-b10c-4012-8bfe-0e33de8444b2#Art._127-quater, última consulta 21/04/2021).

7.2. Jurisprudencia

Auto de la Audiencia Provincial de Madrid 32/2020 (Sección 28ª), de 14 de febrero de 2020 (recurso 869/2019). Roj: AAP M 1097/2020 (disponible en: <https://www.poderjudicial.es/search/AN/openDocument/91eeb1c281fe2b1d/20200518>, última consulta 21/04/2021).

Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Madrid 461/2019, de 10 de octubre de 2019 (recurso 1625/2019). Roj: AJM M 82/2019 (disponible en: <https://www.poderjudicial.es/search/AN/openDocument/7440044f3b162280/20191030>, última consulta 21/04/2021).

7.3. Obras doctrinales

Bajo, E., Barbi, M., Bigelli, M. & Croci, E. (2020). Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares. *European Corporate Governance Institute* (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3428887, última consulta 21/04/2021).

Bebchuk, L. A., Brav, A., & Jiang, W. (2015). The long-term effects of hedge fund activism. *National Bureau of Economic Research* (disponible en: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21227/w21227.pdf, última consulta 21/04/2021).

Becht, M., Kamisarenka, Y., & Pajuste, A. (2020). Loyalty shares with tenure voting: Does the default rule matter? Evidence from the Loi Florange experiment. *European Corporate Governance Institute* (disponible en:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3166494, última consulta 21/04/2021).

Bolton, P., & Samama, F. (2012). *Loyalty-shares: Rewarding long-term investors* (disponible en: https://www.cbs.dk/files/cbs.dk/bolton_and_samama_1-shares_0.pdf, última consulta 21/04/2021).

Buil Vera, I. (2020). Implicación de los accionistas en la sociedad a largo plazo. Voto adicional por lealtad. *Revista CEFLegal*, (239), pp. 41 – 74.

Comisión Europea (2007). *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies* (disponible en: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/2/2007/EN/2-2007-1705-EN-1-1.Pdf>, última consulta 21/04/2021).

Comisión Europea (2013). Libro Verde sobre la financiación a largo plazo de la economía europea (disponible en: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013DC0150R\(01\)&qid=1612378690260&from=ES](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013DC0150R(01)&qid=1612378690260&from=ES), última consulta 21/04/2021).

Cremers, M., Pareek, A., & Sautner, Z. (2019). Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value: Evidence from Russell 2000 Index Inclusions. *Management Science*, 66 (10) (disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2720248>, última consulta 21/04/2021).

Dubois, A. (2019). Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer? *Louvain School of Management*, p. 25 (disponible en: <https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/object/thesis:20981>, última consulta 21/04/2021).

Engrácia Antunes et al. (2011). Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1851654, última consulta 21/04/2021).

Fernández del Pozo, L. (2018). La viabilidad de las «acciones de lealtad» en nuestro derecho de sociedades («loyalty shares»). *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, (152), pp. 9 – 64.

Fernández del Pozo, L. (2019). Fidelización del socio mediante la concesión de ventajas corporativas. Dinámica de juegos y cortoplacismo. *La Ley Mercantil*, (54), p. 3.

Fernández Larrea, I. (2020). El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las «acciones de lealtad». *La Ley mercantil*, (75).

Fernández Torres, I. (2017). *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*. Madrid, Marcial Pons.

Fernández Torres, I. (2019). El voto adicional por lealtad: a propósito del Anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades de Capital. *Revista de derecho del mercado de valores*, (25).

Gandía Pérez, E. (2016). Acciones de voto plural y loyalty shares. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia. *Revista de derecho mercantil*, (300), pp. 61-112.

Gurrea-Martínez, A. (2019). Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas. *Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas* (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3400708, última consulta 21/04/2021).

Gutiérrez Urriaga, M., & Sáez Lacave, M. (2020). Las acciones con derechos de voto adicionales por lealtad «acciones de lealtad» desde el análisis económico del derecho. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, (915), pp. 93-108.

Loyens & Loeff. (2020). *Recent developments in Dutch loyalty share schemes* (disponible en: <https://www.loyensloeff.com/media/478762/trend-report-loyalty-schemes-in-the-netherlands.pdf>, última consulta 21/04/2021).

Pacte pour la compétitivité de l'industrie française. Rapport au Premier Ministre Louis Gallois, 5 novembre 2012, p. 21 (disponible en: <https://www.vie-publique.fr/sites/default/files/rapport/pdf/124000591.pdf>, última consulta 21/04/2021).

Paz-Ares, C. (2011). La cuestión de la validez de los pactos parasociales. *Actualidad jurídica* *Uriá Menéndez*, pp. 252-256 (disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3216/documento/art32.pdf?id=3361>, última consulta 21/04/2021).

Perdices, A. (2016). Lecciones: validez, eficacia y oponibilidad de los pactos parasociales, en una cáscara de nuez. *Almacén de Derecho* (disponible en: <https://almacenederecho.org/lecciones-validez-eficacia-y-oponibilidad-de-los-pactos-parasociales-en-una-cascara-de-nuez>, última consulta 21/04/2021).

Quimby, P.A. (2013). Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares. *Florida State University Law Review*, 40 (2), pp. 389-413 (disponible en: <https://ir.law.fsu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=lr>, última consulta 21/04/2021).

Roe, M.J. (2020). Stock Market Short-Termism's Impact. *European Corporate Governance Institute* (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171090, última consulta 21/04/2021).

Roe, M.J. & Cenzi Venezze, F. (2021). Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, pp. 24 y 25 (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3763970, última consulta 21/04/2021).

Rodríguez, F. (2020). Las acciones de lealtad no tienen quien las quiera. *Revista Consejeros*, pp. 74-78.

Romero Fernández, J. A. (2020). Las proyectadas “acciones de lealtad” en las sociedades cotizadas: el nuevo blindaje accionarial. *Revista de derecho bancario y bursátil*, 39 (158), pp. 129-158.

Shearman & Sterling. (2007). *Report on the proportionality principle in the European Union* (disponible en: https://ecgi.global/sites/default/files/final_report_en.pdf, última consulta 21/04/2021).

Ventoruzzo, M. (2015). The disappearing taboo of multiple voting shares: regulatory response to the migration of Chrysler-Fiat. *European Corporate Governance Institute* (disponible en: https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2574236.pdf, última consulta 21/04/2021).

Villacorta Hernández, M. A. (2019). Acciones privilegiadas en el derecho de voto: las acciones de lealtad. *Técnica Contable y financiera*, (21), pp. 48 - 63.

Vos, T. (2018). *ECGI roundtable loyalty shares* (disponible en: <https://lirias.kuleuven.be/retrieve/514088>, última consulta 21/04/2021).

Winden, A. W. (2018). Sunrise, sunset: an empirical and theoretical assessment of dual-class stock structures. *Columbia Business Law Review*, (852), pp. 852-951 (disponible en: <https://core.ac.uk/download/pdf/267804877.pdf>, última consulta 21/04/2021).

7.4. Recursos de internet

Statuts de L' Air Liquide, société anonyme pour l'Étude et l'Exploitation des proceds Georges Claude (disponibles en: <https://www.airliquide.com/sites/airliquide.com/files/2020/12/08/articles-of-association-november-2020.pdf>, última consulta 21/04/2021).

Thuysbaert, B. (2018). Introduction of double voting rights in listed companies in Belgium: Parliament listens to the voices of minority shareholders. *Deminor Shareholder & Governance Services* (disponible en: <https://sgs.deminor.com/en/introduction-double->

voting-rights-listed-companies-belgium-parliament-listens-voices-minority-shareholders/, última consulta 21/04/2021).