



FACULTAD DE DERECHO

LAS ACCIONES DE LEALTAD Y SU CABIDA EN EL DERECHO DE SOCIEDADES ESPAÑOL

Autor: Marina Méndez Recio

5º E-3 B

Área de Derecho Mercantil

Tutor: Pablo Sanz Bayón

Madrid
Abril de 2017

**LAS ACCIONES DE LEALTAD Y SU CABIDA EN EL DERECHO DE SOCIEDADES
ESPAÑOL**

RESUMEN:

En los últimos años, se ha producido un fenómeno de inversión cortoplacista que ha dejado en un segundo plano la tradicional búsqueda de crecimiento a largo plazo. Como respuesta a este problema, algunos países europeos han introducido fórmulas destinadas a incentivar la permanencia de los accionistas en la empresa y, con ello, su compromiso con la maximización de valor. Entre estas medidas, destacan las acciones de lealtad o fidelidad –en inglés, *loyalty shares*–, que conforman el objeto de estudio de este trabajo. En efecto, se trata de reflexionar acerca su justificación económica y la forma en que han sido articuladas en Derecho Comparado. Igualmente, se pretende dilucidar si en nuestro ordenamiento jurídico cabría la posibilidad de implantar una figura similar, con las adaptaciones que precisan las particularidades del mercado y del Derecho Societario español.

Aunque la regla “una acción, un voto” tiene un pasado respetable y goza del apoyo mayoritario de la doctrina, en nuestro Derecho ya existen alteraciones de la misma que podrían servir de precedente para dar cabida a las acciones de lealtad. A raíz de los conflictos suscitados en los ordenamientos vecinos, concluimos que su implantación requiere que se les otorgue un carácter dispositivo y se refuerce el poder de decisión de los accionistas minoritarios. Toda vez que estas garantías se salvaguarden, no vemos impedimentos para su inclusión en nuestro tejido empresarial, dentro del que sobre todo pueden beneficiarse las empresas familiares y aquellas en las que la figura del fundador constituye un elemento valioso.

PALABRAS CLAVE: *Gobierno Corporativo, principio de proporcionalidad, mecanismos de control, acciones de lealtad, inversión a largo plazo, sociedad cotizada, accionista minoritario.*

TAILORING LOYALTY SHARES TO SPANISH COMPANY LAW

ABSTRACT:

Traditional long-term investment scope has been replaced by new models of management focused on short-term results. To address this problem, some European countries have come up with mechanisms to promote shareholders' permanence in the company such as loyalty shares. In this regard, the purpose of this paper is to dig into the economic basis and regulatory scheme of these loyalty shares. Once acquainted with their inner-workings, we intend to assess whether it would be possible to provide our legal system with a similar tool, according to the Spanish market features and our Company Law attributes.

Despite the "one share, one vote" rule strong acceptance among academics, the Spanish law somehow breaches this principle when it limits voting rights. In this sense, this could set a precedent to tailor loyalty shares to our Company Law. Following the debate initiated by neighboring countries, we conclude that loyalty shares could be applied to the extent that they are configured as an operative provision. In addition, their implementation would demand enhancing shareholders' decision power. As long as these requirements are fulfilled, there should not be any reluctance to include them in our business landscape, within which both family businesses and companies where founding members are a significant element could benefit the most.

KEY WORDS: *Corporate Governance, proportionality principle, control enhanced mechanisms, multiple voting shares, loyalty shares, long-term investment, listed company, minority shareholder.*

ÍNDICE DE CONTENIDOS

LISTA DE ABREVIATURAS	6
1. INTRODUCCIÓN	7
1.1. Propósito del trabajo.....	7
1.2. Contextualización del tema y justificación. Estado de la cuestión	7
1.3. Metodología	9
1.4. Estructura	11
2. CONCEPTO DE ACCIÓN DE LEALTAD. ANÁLISIS DESDE EL PUNTO DE VISTA ECONÓMICO	12
2.1. Concepto de “acción de lealtad”	12
2.2. Justificación económica. La gestión cortoplacista y el Gobierno Corporativo.....	12
3. LAS ACCIONES DE LEALTAD EN DERECHO COMPARADO	15
3.1. El régimen legal italiano	15
3.2. El régimen legal francés.....	19
4. LAS ACCIONES DE LEALTAD Y LA SOCIEDAD COTIZADA EN ESPAÑA	24
4.1. Naturaleza de la Sociedad Anónima. Referencia a la sociedad cotizada	25
4.2. El principio de igualdad de trato	26
4.3. Regulación del derecho de voto en la sociedad cotizada española	30
4.3.1. <i>Una acción, un voto. El principio de proporcionalidad entre capital y voto</i>	30
4.3.2. <i>Las alteraciones del principio de proporcionalidad</i>	32
4.4. Características del accionariado en el mercado bursátil español	36

4.5. Posibilidad de adopción de las propuestas de Derecho comparado. Aspectos a tener en cuenta y cautelas procedimentales para su implantación.	38
4.6. El debate entre equidad y eficiencia. Qué podrían aportar las acciones de lealtad.....	41
5. CONCLUSIONES.....	43
BIBLIOGRAFÍA	45
1. LEGISLACIÓN.....	45
❖ Derecho Comunitario	45
❖ Derecho extranjero	45
❖ Derecho español	45
2. JURISPRUDENCIA Y DOCTRINA ADMINISTRATIVA.....	46
3. OBRAS DOCTRINALES	46
4. OTROS DOCUMENTOS	52
❖ Informes Anuales de Gobierno Corporativo y documentos de organismos oficiales, instituciones y entidades empresariales	52
❖ Artículos de prensa	54
ANEXOS.....	55
ANEXO I.....	56
Síntesis de los resultados del Informe sobre el Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas en Italia (2016).....	56
1. Propiedad.....	56
2. Mecanismos de control.....	58
3. Acciones de lealtad.....	59
ANEXO II.....	60

1. Compañías con acciones de lealtad (doble voto) en Francia.....	60
2. Participación Estatal	61
ANEXO III	62
1. Estructura de propiedad de las sociedades cotizadas españolas:.....	62
2. Estructura de propiedad de las empresas del IBEX 35.....	63
ANEXO IV	67
1. Número de mecanismos de control por jurisdicción	67
2. Países con acciones de voto múltiple	68

LISTA DE ABREVIATURAS

APE	Agence des Participations de l' État
ANSA	Association Nationale des Sociétés par Actions
AMF	Autorité des Marchés Financiers
BOE	Boletín Oficial del Estado
CAC 40	Cotation Assistée en Continu (Índice de la Bolsa de París)
C. com.	Code de Commerce
C. c.	Codice civile
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Consob	Commissione Nazionale per Le Società e La Borsa
DOUE	Diario Oficial de la Unión Europea
Ftse Mib	Financial Time Stock Exchange Milano Indice Borsa
GU	Gazzetta Ufficiale
JORF	Journal Officiel de la République Française
OPA	Oferta Pública de Adquisición Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 2 de julio de 2010)
LSC	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 24 octubre 2015)
LMV	
RDGRN	Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
TUF	Testo Unico della Finanza

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Propósito del trabajo

Pese a la prevalencia del principio de proporcionalidad entre capital y voto en el Derecho de Sociedades, se ha debatido sobre la conveniencia de una cierta desviación en aras de una mejor gestión empresarial. Los instrumentos para llevarla a cabo son los llamados “mecanismos de control”, como las limitaciones al ejercicio del derecho de voto, las acciones de voto múltiple y las acciones de lealtad o fidelidad. En este trabajo se estudia la posibilidad y la conveniencia de articular una figura similar a las acciones de lealtad en Derecho español para las sociedades cotizadas.

1.2. Contextualización del tema y justificación. Estado de la cuestión

La tendencia hacia la proporcionalidad entre capital y voto ha sido promovida por la Comisión Europea¹ y plasmada en la Directiva 2004/25/CE.² Sin embargo, han surgido posturas que se inclinan a favor de mantener una cierta desviación. El principal argumento suscrito es que tal desviación podría constituirse como medio para fomentar la inversión y la implicación de los accionistas a largo plazo.³

Existen estudios que cuestionan la regla de la proporcionalidad desde el punto de vista teórico.⁴ Por el contrario, otros abogan por una relación directa entre control e

¹ COMISIÓN EUROPEA, “Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids”, Bruselas, 2002, pp. 3 y ss.

² Directiva 2004/25/CE relativa a las ofertas públicas de adquisición. La Directiva introdujo la “regla de la neutralización” de los mecanismos de control. Por ejemplo, se establece que “los valores con derechos de voto múltiple conferirán un solo voto en la junta general de accionistas que decida sobre posibles medidas de defensa con arreglo al artículo 9” (art. 11, párr. 3º).

³ QUIMBY, P.A., “Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares”, *Florida State University Review*, vol. 40, 2013, pp.389-413; COMISIÓN EUROPEA, “La normativa de Gobierno Corporativo en la Unión Europea”, en COMISIÓN EUROPEA, *Libro verde 2011-164*, Bruselas, 2011: “parece útil considerar si se puede promover que un mayor número de accionistas se interese por obtener unos dividendos sostenibles y un rendimiento a más largo plazo, y cómo fomentar que sean más activos en los asuntos de gobierno corporativo. Además, en estructuras de participación diferentes se plantean otras cuestiones, como la protección de los accionistas minoritarios” (p. 3).

⁴ cf. BUKART, M. y LEE, S., “The One Share-One Vote Debate. A Theoretical Perspective”, *European Corporate Governance Institute*, documento de trabajo nº 176/2007, 2007.

inversión realizada, constituyendo la base de la democracia accionarial.⁵ A nivel empírico, los resultados no han sido concluyentes. Se ha comprobado que no existe una estructura de voto óptima con carácter general, sino que esta dependerá de las características propias de la compañía y de la situación en que se encuentre.⁶

Del análisis de las regulaciones europeas se desprende que pocos sistemas jurídicos respetan el principio de proporcionalidad entre capital y voto en sentido estricto. No obstante, las alteraciones de la regla “una acción, un voto” son más acusadas en unas legislaciones que en otras.⁷ Esta diversidad del Derecho societario ha llevado a algunos autores a hablar de una suerte de “competencia regulatoria” entre los Estados Miembros que provocará un incremento de la desproporcionalidad en los próximos años.⁸ En cambio, otros como SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE no ven la línea seguida por el Derecho comparado como razón suficiente para hacer de la desproporcionalidad la regla general.⁹

Las acciones de lealtad se enmarcan dentro de esta tendencia. Recientemente Italia y Francia han reformado sus legislaciones para darles cabida, acrecentando el debate en

⁵ COMISIÓN EUROPEA, Comunicación C5-0378-03, “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward”, Bruselas, 2003, p. 25; KHACHATURYAN, A., “Trapped in Delusions: Democracy, fairness and the one share-one vote rule in the European Union”, *European Business Organization Law Review*, Vol. 8, pp. 335-367 *apud* SÁEZ LACAVE, M.I., “Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto”, *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, 2011, Vol. Sin especificar, nº 1, p.10.

⁶ Por ejemplo, BUKART y LEE, *op. cit.*, p. 47, apuntan que en caso de oferta pública de adquisición, la regla “una acción, un voto” permite asignar el control siempre al más atractivo de los oferentes. El estudio citado se complementa con el realizado por ADAMS, R. y FERREIRA, D., “One Share, One Vote: The Empirical Evidence”, *European Corporate Governance Institute*, documento de trabajo nº 177/2007, 2007. Los autores también opinan que la proporcionalidad puede ser beneficiosa en unos casos y dañina en otros, sin llegar a una conclusión definitiva.

⁷ COMISIÓN EUROPEA, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007. Consúltese el Anexo IV sobre los mecanismos de control y las acciones de voto múltiple en Europa ese mismo año; estudio realizado por COMISIÓN EUROPEA, *Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study*, 2007.

⁸ VENTORUZZO, M., “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”, *Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (ECGI)*, artículo nº 288/2015, 2015, p.7. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2574236>.

⁹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Algunos cambios en la regulación de la Junta General en el Informe de la Comisión de Expertos (y en el Anteproyecto de Ley de Modificación de la LSC)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, nº 87, 2014: “no es convincente mantener la justificación [en relación con la limitación del art. 527 LSC] que, en síntesis, vendría dada por las diversas excepciones que en el Derecho comparado o en la práctica societaria dan lugar a la ruptura de la proporcionalidad entre capital y voto. Una medida que se considere desacertada no se justifica por la existencia de otras que comparten el mismo error de planteamiento” (p.22).

torno a los mecanismos de control y su conveniencia para el buen gobierno de las sociedades cotizadas.

En la Ley de Sociedades de Capital existen fórmulas que permiten limitar el ejercicio del derecho de voto en las sociedades anónimas.¹⁰ Sin embargo, no existe una figura que otorgue mayores derechos políticos a las acciones si estos no son proporcionales al capital aportado.¹¹ Ello no significa que España haya sido ajena a la discusión que se ha suscitado en la Unión Europea.¹² De ahí la motivación para realizar una humilde aportación al debate ya iniciado con este trabajo.

1.3. Metodología

Para la elaboración de esta investigación se ha recurrido a autores que justifican económicamente las acciones de lealtad. Pese a no tratarse de publicaciones puramente jurídicas, su inclusión resulta adecuada, pues han constituido una de las bases del estudio. Asimismo, ayudarán al lector a conocer mejor qué consecuencias podría tener la implantación de las acciones de lealtad a través de un enfoque más empírico. Igualmente, la literatura económica ha sido útil para entender aquellas posturas defensoras de la proporcionalidad entre capital y voto, y contrarias a su alteración. Se busca con este trabajo, por tanto, un acercamiento entre la ciencia jurídica y la económica, con el fin de elaborar normas que proporcionen estructuras más eficientes.¹³ Como explica ALFARO ÁGUILA-REAL:

El análisis económico del Derecho permite la crítica de los cambios legislativos y de las evoluciones doctrinales y jurisprudenciales en términos de su contribución al

¹⁰ *vid.* arts. 188.3 y 527 LSC.

¹¹ Desde hace tiempo nuestra doctrina se ha mostrado reticente a otorgar a las acciones mayores derechos políticos. Como dice PEDROL RIUS, el voto plural fue “condenado sin ser oído ni vencido en juicio”, en “Defensa de las acciones de voto plural”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 15, Pamplona, Editorial Civitas, 1948, Aranzadi (BIB 1948\5), p. 1.

¹² *vid.*, por todos, SÁEZ LACAVE, M., “Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto”, *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, 2011, Vol. Sin especificar, nº 1, pp. 2-48.

¹³ Este acercamiento puede verse plasmado en la corriente conocida como “análisis económico del Derecho”, COOTER, R., y ULEN, T., *Introduction to Law and Economics*, Berkeley Law, 2007, pp. 3 y ss. Disponible en: <http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1001&context=books>.

desarrollo económico o a poner palos en las ruedas del funcionamiento de la economía.¹⁴

A mayor abundamiento, las razones últimas que han propiciado la regulación de las acciones de lealtad en Italia y en Francia han sido de política económica, como se estudiará más adelante. No en vano, las disposiciones que las introducen incluyen en su denominación enunciados como *il rilancio e lo sviluppo delle imprese* o *visant à reconquérir l'économie réelle*. A saber, “la reactivación y el desarrollo de las empresas” y “para recuperar la economía real”.

La inexistencia de las acciones de lealtad en el ordenamiento jurídico español ha llevado al estudio de la doctrina y la legislación de otros sistemas. A través del análisis del Derecho comparado, se ha logrado ofrecer una visión detallada sobre el funcionamiento del objeto de esta investigación. Por otra parte, esta comparativa ha sido esencial para determinar qué aspectos de nuestro Derecho societario se verían afectados por esta figura.

La implantación de las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas requiere un estudio de las características de los mercados en que operan. Con este propósito, se han empleado numerosos Informes de Gobierno Corporativo, así como investigaciones de diferentes organismos oficiales e instituciones. Los datos recogidos han sido de utilidad para conocer la estructura de la propiedad de las sociedades cotizadas europeas y españolas, al igual que para sustentar de forma precisa las conclusiones a las que se han llegado con la investigación. Cabe señalar que los datos recogidos en los anexos no buscan la comparación, sino ampliar información sobre rasgos concretos de los mercados bursátiles español, italiano y francés. De ahí que se hayan utilizado parámetros distintos para su elaboración.

Por último, se desarrolla un análisis centrado en la doctrina académica española y en su sistema normativo. Mediante el examen de los principios que configuran la sociedad anónima y su tratamiento en el Derecho societario, se estudia la pertinencia y el encaje de las acciones de lealtad en el ordenamiento jurídico español.

¹⁴ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Los juristas –españoles– y el análisis económico del derecho”, *Revista para el análisis del Derecho Indret*, n° 417, p.11. Disponible en:

http://www.indret.com/pdf/417_es_1.pdf

1.4. Estructura

El propósito formulado al comienzo de la introducción se desarrolla en varios puntos. Los primeros capítulos irán destinados a delimitar el concepto de acción de lealtad y a su estudio en Derecho comparado. El núcleo del trabajo tratará la viabilidad de este instrumento en el Derecho societario español. El análisis se realizará desde la óptica de los principios configuradores de la Sociedad Anónima, con especial atención al principio de proporcionalidad entre capital y voto (art. 96.2 LSC) y al de igualdad de trato (art. 97 LSC), estudiando su exégesis y la medida en que se verían afectados por una figura como las acciones de lealtad.

La investigación continuará con un examen de los principales rasgos del accionariado en el mercado bursátil español y la conveniencia de las acciones de lealtad atendiendo a los mismos. Después, se propondrán una serie de cautelas legales y procedimentales a tener en cuenta para la introducción del objeto de estudio, previa evaluación de la posible adopción de las propuestas de Derecho comparado.

Por último, se expondrá la tensión existente entre equidad y eficiencia a la hora de configurar la estructura de propiedad de una sociedad. En este punto, y citando a SEABRIGHT, se adelanta que el capítulo analizará si los fundadores de una compañía que acudan al mercado para crecer necesitan la protección o la restricción de la ley, o ambas, para establecer unas relaciones equilibradas de confianza mutua.¹⁵

¹⁵SEABRIGHT, P., *The Company of Strangers: A Natural History of Economic Life*, Princeton University Press, 2004, p. 119. Disponible en:
http://idei.fr/sites/default/files/medias/doc/by/seabright/company_strangers.pdf

2. CONCEPTO DE ACCIÓN DE LEALTAD. ANÁLISIS DESDE EL PUNTO DE VISTA ECONÓMICO.

2.1. Concepto de “acción de lealtad”

En este punto, conviene delimitar con precisión el objeto en torno al cual gira la investigación. Las acciones de lealtad atribuyen un derecho de voto adicional al socio que las posea ininterrumpidamente durante un periodo de tiempo determinado - normalmente, dos años-.¹⁶ Su finalidad radica en fidelizar a los inversores, involucrarlos en la buena marcha de la compañía y proporcionar un carácter estable a una parte del accionariado. También son percibidas, empero, como una forma de aumentar el control de los socios antiguos frente a los de nueva incorporación.¹⁷

Las acciones de lealtad no constituyen una clase especial de acciones. Son configuradas como acciones ordinarias que, tras el periodo de tenencia estipulado, devengan un derecho de voto adicional. Por otra parte, otorgan un privilegio de carácter subjetivo, de tal suerte que, en caso de enajenación de los títulos, los derechos de voto adicionales no son transmitidos al tercero adquirente. Las particularidades aquí mencionadas son significativas, pues condicionarán, en gran medida, el análisis futuro desde la perspectiva del Derecho español.

2.2. Justificación económica. La gestión cortoplacista y el Gobierno Corporativo.

Se ha observado en los mercados de las economías avanzadas cierta propensión a centrarse en el precio de la acción y en los beneficios a corto plazo. Los inversores cuyos comportamientos especulativos se benefician de los cambios en el sentir del mercado, rara vez buscan con su actividad incrementar el valor a largo plazo de las entidades en las que invierten.¹⁸ Dentro de este grupo, destacan los inversores

¹⁶ Sobre los mecanismos de control en general, *vid.* BUKART, M. y LEE, S., *op.cit.*, pp. 36 y ss.

¹⁷ SÁEZ LACAVE, M. I., 2011, *op. cit.*, p.16.

¹⁸ BOLTON, P. y SAMAMA, F., “Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 25, nº 3, p. 38. Este interés por un rápido incremento del precio de la acción ha llevado en ocasiones a tomar riesgos excesivos. Buen ejemplo de ello fue la crisis de 2007 y el uso que se hizo de los fondos de titulización hipotecaria y de las obligaciones de deudas garantizadas (CDO en inglés), QUIMBY, P.A., *op. cit.*, p. 399.

institucionales, como los fondos de pensiones o las sociedades de inversión, sobre los que existen evidencias que demuestran que solo una minoría tiene interés en el valor fundamental a largo plazo.¹⁹

Como explica BUSHEE, muchos de estos inversores son de carácter “transitorio”, es decir, con rotaciones de cartera elevadas y que poseen participaciones pequeñas en un gran número de compañías. La presencia desproporcionada de inversores transitorios intensifica la presión sobre los gestores para tomar decisiones a corto plazo. Ello, a su vez, influye en la volatilidad del precio de la acción, deriva en una planificación estratégica insuficiente y crea directivos más reacios a invertir en investigación y desarrollo.²⁰ En muchas ocasiones, los inversores institucionales apremian al consejo para obtener resultados más inmediatos,²¹ buscando, en gran medida, ofrecer resultados más atractivos con los que incrementar su base de clientes.²² De esta forma, se renuncia a proyectos cuyos frutos, si bien no serían percibidos en un futuro cercano, generarían un mayor valor para la compañía.

Con el propósito de invertir esta tendencia, varios académicos estadounidenses han diseñado diferentes modelos de acción de lealtad, dirigidos a recompensar la inversión de carácter duradero. BOLTON y SAMAMA proponen adherir a la acción un derecho -una opción de compra a un precio fijado con carácter previo-, cuyo ejercicio estará supeditado a la posesión del título durante un periodo establecido. Por su parte, QUIMBY prevé las acciones de lealtad de manera que, a medida que aumenta el tiempo de permanencia del socio en la compañía, se reduce el gravamen al que son sometidas las plusvalías y los derechos de voto se incrementan gradualmente.²³ Ambos reconocen las limitaciones de sus propuestas,²⁴ al tiempo

¹⁹ BUSHEE, B. Identifying and attracting the ‘right’ Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.16, pp. 28-35, 2004, *apud* BOLTON, P. y SAMAMA, F. Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 25, nº 3, 2013, p.38. La estimación, realizada en el mercado estadounidense, calculó que menos del 10% de los inversores institucionales mostraban preocupación o interés por los resultados a largo plazo.

²⁰ Sobre la relación inversa entre cortoplacismo e inversión en investigación y desarrollo, *vid.* QUIMBY, P. A., *op. cit.*, p. 397.

²¹ Por ejemplo, vinculando la remuneración de los directivos a la evolución de la cotización de la acción, *cf.* STRINE, L. E., “One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorate Also Act and Think Long Term?”, *Business Lawyer*, Vol. 66, nº 1, 2010, p.14.

²² QUIMBY, P. A., *op. cit.*, p. 394.

²³ QUIMBY, P. A., *op. cit.*, p. 389, opina también que otorgar únicamente derechos políticos no incrementaría lo suficiente la inversión a largo plazo. Los dos incentivos se complementan y pueden

que establecen para su implantación un requisito común: el máximo respeto a las garantías de los accionistas minoritarios.²⁵

Puede resultar contradictorio para los administradores fomentar una estrategia corporativa a largo plazo cuando el propio accionariado, que detenta la facultad de destituirles si no han alcanzado los objetivos establecidos, compra y vende sus títulos en base al comportamiento del precio de la acción a corto plazo.²⁶ Esta paradoja se torna más patente en aquellas compañías cuyos socios premian a los directivos por obtener resultados más rápidos e inmediatos, incluso, evaluando su desempeño únicamente a nivel trimestral.

Sin el propósito de deslegitimar la inversión a corto plazo, se muestra aconsejable alcanzar una cierta proporción entre esta y la compra de títulos orientada a permanecer en la compañía. Debe incentivarse, por tanto, la estabilidad del accionariado, facilitándose así la inversión de recursos en proyectos cuya meta sea la búsqueda del crecimiento a largo plazo.

atraer a inversores con una participación pequeña, pero que con los derechos de voto pasaría a ser relevante; y a aquellos en los que la obtención de derechos políticos no es su motivación, pero sí el obtener ventajas económicas. Se incentiva el largo plazo en lugar de penalizar el corto, algo por otra parte legítimo y que también aporta liquidez y eficiencia al mercado (p. 396). Asimismo, el autor toma conciencia de los problemas que puede suponer la distorsión entre capital invertido y control (p. 405).

²⁴ Por ejemplo, en el caso de BOLTON y SAMAMA, podría ocurrir que un socio mayoritario aprovechara para ejercitar sus derechos de compra con el único propósito de adquirir acciones de los minoritarios por debajo de su valor de mercado, en cuyo caso las acciones habrían perdido su propósito (*op. cit.*, p. 44)

²⁵ En este sentido QUIMBY, *op. cit.*, p. 407, hace referencia a una figura de protección propia del Gobierno Corporativo estadounidense: el deber de lealtad que los accionistas de control deben a los minoritarios.

²⁶ STRINE, L. E., *op. cit.*, p. 17.

3. LAS ACCIONES DE LEALTAD EN DERECHO COMPARADO

3.1. El régimen legal italiano

En el año 2014, fueron aprobadas una serie de medidas orientadas a dotar de una mayor flexibilidad al Derecho de Sociedades italiano.²⁷ A través del *Decreto Competitività*²⁸ se modificaron los artículos 2351 del Código Civil (*Codice civile* [de ahora en adelante, C.c] y 127 de la Ley de Finanzas (*Testo Unico della Finanza* [de ahora en adelante, TUF]). Así, se dispuso un régimen legal para la emisión de acciones de lealtad en las sociedades cotizadas.²⁹ Aunque los Códigos de 1865 y 1882 nunca limitaron este tipo de fórmulas, su prohibición expresa en 1942 había eliminado la posibilidad de implantarlas hasta la reciente reforma.³⁰ Con la modificación, el artículo 127 TUF ha configurado un tipo de acciones ordinarias que conceden un derecho de voto adicional a su titular tras haber sido poseídas y registradas durante un plazo mínimo de dos años.³¹

Las acciones no constituyen una categoría especial,³² por lo que los acuerdos que les afecten no requerirán su aprobación en una junta separada. Igualmente, el beneficio que confieren es subjetivo, es decir, unido al socio, por lo que la cesión del título supone la desaparición del privilegio.³³ No obstante, la pérdida del derecho solamente tendrá lugar en los casos de transmisión, pero no en los de sucesión, fusión o escisión del socio que ostenta la titularidad de las acciones. Es decir, el derecho prevalece en aquellos casos en que, por ejemplo, un accionista que goza del doble voto se fusiona con otra compañía. Si los estatutos de la entidad emisora no han dispuesto otra cosa, la sociedad

²⁷ En concreto, las medidas relevantes para este trabajo tenían como objetivo “simplificar y facilitar la cotización de las empresas” (art. 20 *Decreto-Legge* núm. 91, de 24 de junio).

²⁸ *Decreto-Legge* núm. 91, de 24 de junio de 2014, *Capo III: disposizioni urgenti per le imprese*, art. 20.

²⁹ Las acciones de lealtad solamente están permitidas en las sociedades cotizadas, mientras que las de voto plural están prohibidas. Las no cotizadas poseen un régimen de voto múltiple –susceptible de otorgar hasta tres votos por título– que puede ser sometido a determinadas condiciones, permitiendo conceder un privilegio muy similar al de las primeras; GANDÍA PÉREZ, E., “El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las *loyalty shares* introducidas por el *Decreto-Legge* núm. 91, de 24 de junio” *Cuadernos de Derecho y Comercio*, nº 65, 2016, p.188.

³⁰ VENTORUZZO, M., *op. cit.*, p. 2.

³¹ Sobre el funcionamiento del registro de las acciones, *vid.* GANDÍA PÉREZ, “El nuevo voto privilegiado en Italia...”, *op. cit.*, pp. 190 y ss.

³² Por previsión expresa del art. 127 *quinquies.5* TUF.

³³ GANDÍA PÉREZ, E., “El nuevo voto privilegiado en Italia...”, *op. cit.*, p. 189.

resultante de la fusión poseerá las acciones de lealtad.³⁴ Lo mismo ocurre si se trata de una sucesión *mortis causa*.³⁵ Cuestión distinta será si la compañía emisora de las acciones de lealtad –no uno de sus socios- forma parte de un proceso de fusión o absorción. Para este supuesto, la ley prevé la extinción del privilegio de los accionistas de las sociedades participantes al incorporarse a la entidad de nueva creación, salvo que se hubiese dispuesto lo contrario en el proyecto de fusión.³⁶

El acuerdo que introduzca en los estatutos las acciones de lealtad debe ser aprobado en una junta extraordinaria por al menos dos tercios del capital representado, tanto en primera como en segunda convocatoria.³⁷ No se ha reconocido a los socios no beneficiados por el voto doble un derecho de separación,³⁸ siendo esta previsión objeto de discusión entre los académicos.³⁹ El principal argumento en contra se basa en que supone una alteración del régimen general establecido en el *Codice*, en virtud del cual se reconoce el derecho de separación en caso de modificaciones del derecho de voto.⁴⁰ Sin embargo, la previsión también ha sido justificada, alegándose que la alteración de los derechos políticos no es tal, puesto que para obtener el voto privilegiado simplemente deberán poseerse las acciones durante el plazo establecido.⁴¹

³⁴ VENTORUZZO, M., *op cit.*, p. 14. No existe ninguna previsión que establezca que este tipo de modificaciones estructurales requieran un motivo económico válido, por lo que la regla podría ser objeto de aplicaciones fraudulentas. Por ejemplo, si un accionista A quiere transmitir sus acciones de doble voto en B sin perder el privilegio, puede hacer una escisión de sus acciones a una nueva sociedad C. Para la transmisión a un tercero, lo que hará será vender las acciones de la sociedad tenedora de las acciones de lealtad de B (esto es, las acciones de C).

³⁵ *vid.* art. 127 *quinquies*.3 a) TUF.

³⁶ *vid.* art. 127 *quinquies*.4 TUF.

³⁷ *vid.* arts. 2368: “L’assemblea straordinaria delibera con il voto favorevole di ((...)) piu’ della meta’ del capitale sociale, se lo statuto non richiede una maggioranza piu’ elevata. Nelle societa’ che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio l’assemblea straordinaria e’ regolarmente costituita ((quando e’ rappresentata)) almeno la meta’ del capitale sociale o la maggiore percentuale prevista dallo statuto e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea”; y 2369 C.c.: “Nelle societa’ che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio l’assemblea straordinaria e’ costituita, nelle convocazioni successive alla seconda, quando e’ rappresentato almeno un quinto del capitale sociale, salvo che lo statuto richieda una quota di capitale piu’ elevata, e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea”.

³⁸ *vid.* art. 127 *quinquies*.6 TUF.

³⁹ GUIZZI, G., “La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica”, *Corr. Giur.*, 2015, n° 2, pp 153-167; también GIAMPAOLINO, C.F., “Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo”, *Giur. Comm.*, 2015, I, pp. 779-807, *apud* GANDÍA PÉREZ, “El nuevo voto privilegiado en Italia... *op cit.*, p. 190.

⁴⁰ *vid.* art. 2437 g), C.c.

⁴¹ MARCHETTI, P., *Commento all’art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, presentación hecha en el *Consiglio Notarile* de Milán, 22 de septiembre de 2014, *apud* VENTORUZZO, M., *op. cit.*, p. 14.

Por último, existe la obligación de formular una oferta pública de adquisición si como resultado del incremento de los derechos de voto pasa a ostentarse un porcentaje superior al treinta por ciento de los mismos.⁴² No obstante, cabe la renuncia a los votos concedidos por las acciones de lealtad, renuncia que en todo caso tendrá la cualidad de irrevocable.⁴³

La reforma ha sido considerada como una manera de hacer más atractiva la legislación italiana, en un contexto de progresión de los sistemas jurídicos europeos hacia una mayor libertad contractual y de incremento del elenco de mecanismos de control a disposición de los accionistas.⁴⁴ Asimismo, el traslado de la compañía italiana Chrysler-Fiat a Holanda en 2014 ha sido calificado como una de las razones de fondo de la enmienda legislativa.⁴⁵ En efecto, el Derecho societario holandés posee un mayor grado de flexibilidad que el italiano.⁴⁶ La entidad es propiedad de la familia Agnelli, que también controla Ferrari, el grupo The Economist y el club de fútbol Juventus—entre otras compañías— a través de la sociedad *holding* Exor.

La familia Agnelli es un buen exponente del nivel de concentración que presenta el control de las empresas en el mercado italiano.⁴⁷ Las voces más críticas con la reforma, sostienen que el riesgo de fuga de los capitales extranjeros aumenta con el excesivo fortalecimiento de la posición de control de los grupos familiares.⁴⁸

La alteración del número de derechos de voto que puede emitir un mismo accionista constituye, pues, el eje del debate. Sin embargo, las modificaciones introducidas no resultan tan novedosas, toda vez que ya existen alteraciones de la regla “una acción, un

⁴² *vid.* art. 107 TUF.

⁴³ *vid.* Art. 127 *quinquies*.1 TUF

⁴⁴ VENTORUZZO, M., *op cit.*, p. 4.

⁴⁵ VENTORUZZO, M., *ibíd.*, p.3.

⁴⁶ La legislación holandesa, además de prever la posibilidad de emitir acciones de lealtad, permite a las compañías emitir las llamadas “acciones prioritarias”. Este tipo de títulos otorgan facultades especiales de todo tipo a los socios, lo que les permite, por ejemplo, vetar modificaciones estatutarias, nombrar varios consejeros ejecutivos en el órgano de administración o tener derechos de voto múltiples. Como explica ALFARO, “lo que convierte a estas acciones en una medida anti-OPA completamente insuperable es que su titularidad corresponde a una Fundación controlada, a su vez, por los propios administradores ejecutivos” (p.483), en ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A.J. (coord.), *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, 2010, pp. 475-492.

⁴⁷ *vid.* Anexo I, sobre el panorama general y la estructura de la propiedad de las sociedades cotizadas en Italia.

⁴⁸ CARIELLO, V., *Un formidabile strumento di dominio economico*, Giuffrè, Milán, 2015, *apud* GANDÍA PÉREZ, E., “El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario...”, *op. cit.*, p. 177.

voto” en el Derecho italiano,⁴⁹ pues la ley permite la emisión de acciones sin voto por un importe inferior a la mitad del capital social.⁵⁰ A efectos prácticos, las alteraciones producidas por las acciones sin voto no serían distintas a las originadas por las acciones de voto plural.⁵¹

Así pues, puede advertirse que el carácter transformador de la reforma no ha sido tan acusado: se ha calificado como “inofensiva aunque discutible”.⁵² No obstante, la alteración del régimen decretado para su adopción ha sido objeto de controversia. La mayoría requerida para la aprobación de la modificación estatutaria pasó de ser cualificada de dos tercios a simple,⁵³ con lo que el peso de los accionistas minoritarios en la votación del acuerdo menguaba considerablemente.

La escasa protección proporcionada a las minorías resultó en la elaboración de un informe⁵⁴ en el que los firmantes –ciento cuarenta y cuatro, entre académicos, inversores institucionales y empresas de asesoramiento financiero- solicitaban a las autoridades la restitución de la mayoría cualificada.⁵⁵ Finalmente, el régimen previsto para la deliberación de acuerdos en junta extraordinaria fue repuesto, permaneciendo la mayoría cualificada de dos tercios como requisito para la implantación de las acciones de lealtad.

⁴⁹ GANDÍA PÉREZ, E., “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*, nº 300, 2016, p. 92.

⁵⁰ *vid.* arts. 145 TUF y 2351.2º C.c., están permitidas en las cotizadas y en las no cotizadas.

⁵¹ Como explica GANDÍA PÉREZ, *loc. cit.*, p.178, “(...) es fácil apreciar cómo en una sociedad en la que rige el principio ‘una acción-un voto’ el control de derecho se alcanza con la titularidad de, al menos, el cincuenta por ciento del capital, en tanto que en una sociedad que haya emitido acciones con voto limitado por valor igual a la mitad del capital social, el control exige únicamente la titularidad de la mitad de las acciones ordinarias, o sea, el veinticinco por ciento del capital social.”

⁵² ENRIQUES, L., “Milleproroghe, l’ultimo tentativo di salvare il potere dei *salotti buoni*”, *Il Fatto Quotidiano*, viernes 26 de diciembre de 2014.

⁵³ Mediante la modificación del art. 20.1 *bis* del *Decreto Competitività*.

⁵⁴ Disponible en el foro sobre Gobierno Corporativo *Eumedion*:
<https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/letters/2015-02---statement-on-italian-multiple-voting-rights.pdf>.

⁵⁵ En el informe, los profesores ZINGALES, L. y ENRIQUES, L., hacen referencia a las barreras administrativas que dificultan a los accionistas minoritarios la obtención del voto doble, a la necesidad de atraer capitales extranjeros para la recuperación de la economía italiana y solicitan una vuelta a la protección de las minorías establecida en el TUF.

3.2. El régimen legal francés

Desde 1933, el ordenamiento jurídico francés dispone que, mediante la previsión estatutaria correspondiente, se atribuya un derecho de voto doble a aquellas acciones inscritas a nombre de un mismo socio durante al menos dos años.⁵⁶ Esta misma línea se ha mantenido en la Ley de Sociedades Mercantiles de 1966 y en la reforma del Código de Comercio de 2000 (*Code de commerce* [de ahora en adelante C. com.]).⁵⁷

La Ley 2014-384 de 29 de marzo, también conocida como *Ley Florange*,⁵⁸ ha sometido el sistema a una concisa aunque significativa revisión. Su artículo 7 modifica el precepto L225-123 C. com.⁵⁹, confirmando, de manera automática, doble voto a todas las acciones que han sido poseídas y registradas⁶⁰ ininterrumpidamente durante al menos dos años⁶¹ por un mismo socio, salvo cláusula estatutaria en contrario establecida a partir de la entrada en vigor de la Ley. El mandato es de aplicación en aquellas compañías cuyos valores se encuentren admitidos a negociación en un mercado secundario.

⁵⁶ Con la *Loi du 13 novembre, réglementant le droit de vote dans les assemblés d'actionnaires des sociétés par actions* (art. 1.1°).

⁵⁷ GANDÍA PÉREZ, E., “El nuevo voto privilegiado en Italia...”, *op. cit.*, p.176

⁵⁸ Concretamente en el Título III, bajo el nombre “Medidas de fomento del accionariado a largo plazo”.

⁵⁹ “Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

En outre, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire. Il en est de même pour le droit de vote double conféré dès leur émission aux actions nominatives attribuées gratuitement en application du deuxième alinéa.”

⁶⁰ DELVOIE, J. y CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares”, *Law & Financial Markets Review*, vol. 9, n° 1, 2015, p. 21

⁶¹ Se ha debatido si establecer un periodo superior a dos años para conceder el voto doble es contrario al propósito de la norma. Pese a que el *Conseil Constitutionnel* se ha pronunciado sobre algunos aspectos de la Ley, no ha hecho ninguna mención relativa a esta cuestión. Parece que, del sentido literal del precepto, se desprende que el periodo de duración puede ser “al menos” dos años (art. L. 225-213 C. com., párr. 1°), *vid.* ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions), “Loi visant à reconquérir l'économie réelle: dispositions relatives au droit de vote doublé, aux OPA et aux AGA”, Boletín n° 14-007, marzo de 2014, p. 2.

Las sociedades que con anterioridad a la promulgación de la Ley, ya incluyesen las acciones de lealtad en su régimen interno, no precisan realizar modificación estatutaria alguna.⁶² Cuestión distinta sería para aquellas compañías que no las hubiesen integrado previamente en sus estatutos. Si desearan suprimirlas tras la entrada en vigor de la Ley, deberían hacerlo adoptando el correspondiente acuerdo. Para ello, habrían de respetarse los requisitos establecidos para su aprobación en asamblea extraordinaria, esto es, mayoría cualificada de dos tercios.⁶³

La Ley, además, introduce un supuesto de exención de lanzar una oferta pública de adquisición. La dispensa es de aplicación a todo socio que detente un porcentaje superior al treinta por ciento de los derechos de voto como resultado de la concesión automática de las acciones de lealtad. El periodo de exoneración se extiende hasta el 31 de diciembre de 2018, siempre y cuando el porcentaje de participación no supere el detentado en el momento de entrada en vigor de la Ley -2 de abril de 2014-.⁶⁴

Al igual que ocurre en Italia, el privilegio del doble voto no circula con las acciones, sino que se extingue con la transmisión de los títulos, a excepción de los casos de sucesión por causa de muerte y de modificaciones estructurales –salvo previsión estatutaria en contrario-.⁶⁵

⁶² *vid.* Anexo II, sobre las compañías que en la actualidad prevén las acciones de lealtad en sus estatutos.

⁶³ AMF (Autorité des Marchés Financiers), “Voter en toute connaissance de cause aux assemblées générales des sociétés cotées”, 2014, p. 33. Disponible en <http://www.amf-france.org/Epargne-Info-Service/Autres-Infos-et-guides-pratiques/Investir-en-actions/Les-assemblees-generales-des-societes-cotees-en-bourse.html>

⁶⁴ art. 7, V, Loi n° 2014-384: “Par dérogation au I de l'article L. 433-3 du code monétaire et financier, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions dans lesquelles toute personne physique ou morale, actionnaire d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, qui détenait au 2 avril 2014, directement ou indirectement, plus des trois dixièmes du capital ou des droits de vote et qui, par le bénéfice de l'attribution de droits de vote double résultant de l'application du dernier alinéa de l'article L. 225-123 du même code, dans sa rédaction résultant du I du présent article, vient à détenir avant le 31 décembre 2018 plus des trois dixièmes des droits de vote ou qui, en moins de douze mois consécutifs, augmente sa détention en droits de vote, comprise entre les trois dixièmes et la moitié des droits de vote, de plus d'un centième, n'est pas tenue de déposer un projet d'offre publique en vue d'acquérir une quantité déterminée des titres de la société, à la condition que le pourcentage de droits de vote détenus entre le 3 avril 2014 et le 31 décembre 2018 soit continuellement inférieur ou égal au pourcentage de droits de vote détenus au 2 avril 2014.”

⁶⁵ *vid.* art. L. 225-124 C. com.

El C. com. no prevé supuestos de ejercicio del derecho de separación de los socios en la sociedad anónima, por lo que deberán ser configurados estatutariamente.⁶⁶ Para ello, la sociedad deberá constituirse como una sociedad de capital variable (arts. L231-1 a 231-8 C. com), lo que le permitirá especificar en sus estatutos causas de separación de los socios.

La diferencia con el régimen italiano estriba en que el sistema se ha diseñado para que la adhesión al régimen de concesión de acciones de doble voto sea automática. La modificación, por tanto, suprime el carácter potestativo y voluntario de las acciones de lealtad.

Ello implicó que, a partir del 31 de marzo de 2016, el doble voto fuese adjudicado a los accionistas con un mínimo de dos años de antigüedad en el capital de la sociedad. Aunque muchas compañías ya contenían la previsión en sus estatutos, este mecanismo ha servido al Estado francés para controlar un porcentaje elevado de los derechos de voto de varias compañías en las que participa.⁶⁷

El régimen francés ha sido objeto de numerosas críticas, pues se contempla como un instrumento excesivamente proteccionista.⁶⁸ Igualmente, se sostiene que realmente no constituye un beneficio para los socios minoritarios, ya que los trámites derivados del registro de las acciones son un obstáculo que dificulta la obtención del privilegio. Las barreras se agravan cuando se trata de inversores transfronterizos.⁶⁹ Pese a ello, muchas compañías han optado por prever las acciones de lealtad en sus estatutos. En 2013 –el

⁶⁶ Ello ha sido objeto de crítica por la doctrina, cf. GEORGES, E., *Essai de généralisation d'un Droit de retrait dans la société anonyme*, París, Editorial Montchrestien, 2005.

⁶⁷ *vid.* Anexo II. A finales de Junio de 2015, 28 compañías del CAC 40 poseían derechos de voto doble. La actuación del estado de promoverlas se encuadra en una política destinada a “promover el crecimiento a largo plazo de compañías en sectores estratégicos para Francia”. APE (Agence des Participations de l'État), “The Government as Shareholder”, 2015, p. 20.

⁶⁸ CONAC, P.H., “Obligation pour les sociétés cotées d'instaurer des droits de vote double sauf vote contraire”, *Revue des Sociétés*, 2014, p. 265. También los organismos oficiales se han posicionado a favor del principio “una acción-un voto”: CHAMBRE DE COMMERCE ET D'INDUSTRIE DE PARIS, “Une action = une voix – Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention du pouvoir?”, *Norguet Report*, 2007. Disponible en: <http://www.etudes.ccip.fr/rapport/53-une-action-une-voix>

⁶⁹ BLACKROCK, “Key Considerations in the Debate on Differentiated Voting Rights”, *Corporate Governance and Responsible Investment*, 2015. Disponible en: <https://www.blackrock.com/corporate/en-za/literature/whitepaper/blackrock-the-debate-on-differentiated-voting-rights.pdf>. La firma advierte especialmente de los costes para los inversores extranjeros, que acabarían encontrándose en situación de desventaja frente a los nacionales. Los registros de los accionistas privilegiados no se encuentran coordinados con las plataformas de voto internacionales, por lo que se requerirían sistemas *ad hoc* para conectarlos.

año previo a la reforma - más de la mitad de las sociedades cotizadas en Francia otorgaban derechos de voto doble.⁷⁰

La legislación francesa dispone de otro instrumento para incentivar la fidelidad de los inversores. Resulta oportuno finalizar este apartado haciendo mención al dividendo de lealtad -*dividende majoré* o *prime de fidélité*-, regulado en el artículo L. 232-14 C. com.⁷¹

Si la sociedad lo prevé en sus estatutos –para cuya modificación, recuérdese, se requiere mayoría cualificada de dos tercios-, podrá otorgarse un dividendo adicional a aquellas acciones registradas a nombre de un mismo socio durante al menos dos años, cuyo importe deberá ser inferior al diez por ciento del dividendo ordinario. Los accionistas de las sociedades cotizadas podrán poseer un número de acciones con dividendo de lealtad que no supere el 0,5% del capital social.

La regulación de este instrumento surgió en 1994 como respuesta a las previsiones que algunas compañías estaban introduciendo en sus estatutos,⁷² pues hasta entonces el legislador no se había pronunciado al respecto.⁷³ Pese a que no alcanza la difusión de la que gozan las acciones de lealtad, varias sociedades cotizadas han incorporado el

⁷⁰ ERNST & YOUNG, *Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises*, 2013, p. 25. Disponible a 20 de marzo de 2017 en: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013/\\$FILE/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013/$FILE/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013.pdf)

⁷¹ “Une majoration de dividendes dans la limite de 10 % peut être attribuée par des statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative depuis deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende. Son taux est fixé par l'assemblée générale extraordinaire. Dans les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le nombre de titres éligibles à cette majoration de dividendes ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0, 5 % du capital de la société. La même majoration peut être attribuée, dans les mêmes conditions en cas de distribution d'actions gratuites. Cette majoration ne peut être attribuée avant la clôture du deuxième exercice suivant la modification des statuts.”

⁷² Una de las primeras fue Michelin, en 1991, que buscaba premiar la lealtad de sus accionistas tras una época en la que su balance se había debilitado. Otorgó una opción de compra ejercitable tras un periodo de cuatro años. Sobre la evolución del precio de ejercicio, *vid.* BOLTON y SAMAMA, *op. cit.*, p. 43.

⁷³ Pese a su falta de regulación, muchos consideraron los dividendos de lealtad legales. *cf.* PELTIER, F. “L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable” *Bulletin Joly Sociétés*, 1993 pp. 551-553. En la misma línea, el jurista CANARD defendía que no se trataba de una clase separada de acciones, puesto que todos los accionistas podían acceder al privilegio, y que por lo tanto no se alteraba el principio de igualdad de trato. Además, explicaba que no tendría que haber obstáculos de carácter técnico distintos de los planteados por las acciones de voto doble, reguladas en Francia con anterioridad. CANARD, R., “La légalité du dividende majoré”, *Les Echos*, 3 de mayo de 1993.

dividendo de lealtad a sus regímenes internos. Ejemplos de ello son Air Liquide, Lafarge, l' Oréal, Crédit Agricole y GDF Suez.⁷⁴

⁷⁴ BELINFANTI, T., “Shareholder Cultivation and New Governance”, 38 *Delaware Journal of Corporate Law*, 2014, p. 860. La autora hace referencia a la compañía Air Liquide –que implantó el dividendo de lealtad en 1993- como un buen ejemplo de consolidación de los accionistas minoritarios en la empresa. Su base de accionistas minoritarios se ha mantenido entre 2004-2014 en torno al 40% del capital social. Disponible a 3 de abril de 2017 en:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2422576

4. LAS ACCIONES DE LEALTAD Y LA SOCIEDAD COTIZADA EN ESPAÑA

Desde la promulgación en 1988 de la Ley del Mercado de Valores, la Bolsa española ha evolucionado considerablemente. Ese año, su capitalización fue de 62.000 millones de euros.⁷⁵ En 2016, de más de un billón de euros.⁷⁶

Esta evolución ha ido acompañada de la elaboración de los Códigos de Buen Gobierno, cuyas recomendaciones han ido encaminadas a perfeccionar la transparencia y la supervisión de los mercados financieros.⁷⁷ Finalmente, sus postulados han sido plasmados en el ordenamiento jurídico español a través de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

Los avances han sido considerables. Sin embargo, el fomento del compromiso de los accionistas con el devenir de la compañía se muestra como una de las grandes metas a alcanzar en el futuro. El reto plantea un cambio de paradigma en la figura del socio minoritario “pasivo”, que considera su participación políticamente intrascendente y no procura formar parte de la vida social.⁷⁸ En esta línea, se ha observado un cierto auge de la intervención del accionariado a través de foros y asociaciones.⁷⁹ Las compañías también se han hecho eco de esta necesidad y han incorporado nuevos cauces de comunicación con los socios en aras de incrementar su nivel de participación.⁸⁰

⁷⁵ DE CARLOS BERTRÁN, L. La sociedad cotizada. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 39, 2015, p. 32.

⁷⁶ Bolsas y Mercados españoles, *Resumen del año 2016*. Disponible en <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2016/esp/InformeMercado2016.pdf>. Se ha producido un descenso del volumen negociado de un 32%, siguiendo la tendencia mundial (p.6). No obstante, sigue liderando el *ranking* de rentabilidad por dividendo (p. 55)

⁷⁷ Una breve reseña histórica puede encontrarse en DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.*, pp. 33 y ss.

⁷⁸ ZETZSCHE, D., “Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive”, *Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (CBC-RPS)*, 0031, Toronto, julio 2008, *apud* DE CARLOS BERTRÁN, L., *op. cit.* p 41.

⁷⁹ ALONSO LEDESMA, C., “Las asociaciones de accionistas y los foros electrónicos”, en VV.AA, *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Editorial La Ley, 2014, p. 727.

⁸⁰ Ejemplos de ello son: el Boletín *InfoAccionista* (Banco Sabadell), la comunidad de accionistas *Repsol en acción*, o el suministro de información a periodistas y accionistas de Mapfre a través de un *chatbot* (un software que responde las preguntas de los usuarios) en su cuenta de Twitter.

Aunque en España no existen las acciones de lealtad, han sido sometidas a debate en algunas empresas españolas que buscan una mayor involucración de los accionistas en la buena marcha a largo plazo de la compañía.⁸¹

A lo largo de esta sección se estudiará la posibilidad de articular una figura semejante a las acciones de lealtad en el ordenamiento jurídico español. El análisis se realizará desde la óptica de diversos principios presentes en el Derecho de Sociedades, a saber: los principios configuradores de la Sociedad Anónima, el principio de igualdad de trato, y el principio de proporcionalidad entre capital y voto.

El capítulo se centrará en señalar los aspectos legales a tener en cuenta en la implantación de este tipo de acciones, sin ánimo de elogiar en exceso las alteraciones a la regla “una acción, un voto”. Se ofrecerá una visión que gira, fundamentalmente, en torno a la protección de los socios minoritarios.

4.1. Naturaleza de la Sociedad Anónima. Referencia a la sociedad cotizada

La Sociedad Anónima ha sido el principal instrumento utilizado por las empresas que necesitan ser provistas de un gran capital para el desarrollo de su actividad. La movilidad de las acciones en las que dicho capital se encuentra dividido constituye el mejor instrumento para atraer a los inversores.⁸²

Se trata, por tanto, de un tipo societario con un marcado carácter *intuitu pecuniae*, toda vez que el elemento predominante para otorgar la condición de socio es el capital aportado, en virtud del cual es atribuido el derecho de voto.⁸³

Este carácter capitalista se reafirma cuando la sociedad anónima es cotizada. Su carácter abierto y la dispersión más o menos acusada de su base de inversores dan lugar

⁸¹ Iberdrola ha organizado mesas redondas en dos universidades españolas sobre las ventajas y desventajas de las acciones de lealtad. *vid.* IBERDROLA, “Memoria anual sobre la aplicación de la política de involucración de accionistas y de la política de comunicación y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto”, *Junta General de Accionistas*, 2016, p. 4. Disponible en: https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/jga16_MemoriaAplicacion.pdf

⁸² URÍA, R. y MENÉNDEZ, A., *Curso de Derecho Mercantil*, Tomo I, Editorial Civitas, 2009, p. 810.

⁸³ VIVES RUIZ, F. y PÉREZ-ARDÁ, J. (coord.), *La sociedad cotizada*, Madrid, Editorial Marcial Pons, 2006: “la incorporación de la condición de socio a las acciones fracciona el riesgo de cada socio al tiempo que facilita la transmisión de la condición de socio, con lo que se crean las bases para la existencia de un mercado de valores” (p. 76).

a la separación entre quienes gestionan la sociedad y quienes son propietarios de la misma. Además, su actuación en el mercado lleva a una asunción más firme de ciertos deberes, como el de transparencia y el de información.⁸⁴ Por este motivo, la Ley de Sociedades de Capital se complementa con la regulación establecida en la Ley del Mercado de Valores. Los lazos de confianza entre los miembros de una entidad que puede haber en otros tipos societarios, apenas se encuentran presentes en las sociedades anónimas cotizadas. Por ello, son necesarias mayores garantías de protección a los diversos tipos de inversores que operan en el mercado.

Puede decirse que, en términos generales, “la ley ha optado por el criterio capitalista que pone en relación el derecho de voto con la participación en el capital”.⁸⁵ No obstante, existen en la norma fórmulas que permiten tener en cuenta alguna cualidad subjetiva de los socios. Las previsiones que, en cierto modo, personalizan la sociedad anónima, se encuentran al servicio de aquellas compañías que debido a su marcado carácter familiar o de otra índole desean mantener el control al tiempo que se benefician de la captación de fondos del mercado de capitales.⁸⁶ Las acciones de lealtad podrían enmarcarse dentro de este tipo de instrumentos, de los que dispone el Derecho societario español.

4.2. El principio de igualdad de trato

Se encuentra recogido en los artículos 97 y 514 de la Ley de Sociedades de Capital (de ahora en adelante, LSC). El principio garantiza el tratamiento igualitario de los socios que se encuentren en las mismas condiciones. Se trata, por tanto, de un concepto de igualdad relativo.⁸⁷

⁸⁴ EMBID IRUJO, J.M., “Hacia una mejor regulación legal de la sociedad cotizada”, en ALBELLA AMIGO, S. *et al*, *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, Granada, Editorial Comares, 2006, p.2. Véase también, la STS de 9 de octubre de 2000, que define el derecho de información de los accionistas como “aquel cuya finalidad es proporcionarles el ejercicio consciente de su derecho de voto” (Aranzadi, RJ 2000\9903).

⁸⁵ GARRIGUES, J., y URÍA, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Tomo I, Madrid, Instituto de Estudios Políticos, 1952, pp. 294 y 295.

⁸⁶ URÍA, R., y MENÉNDEZ, A., *op. cit.*, p.812.

⁸⁷ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La igualdad de trato de los accionistas: ¿un principio general?”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 35, 2010, pp. 19-32, Aranzadi (BIB 2010\2415): “no se impone, sin más, que todos los accionistas sean objeto de idéntico tratamiento. Es notorio que es la propia Ley la primera que autoriza que en una sociedad anónima existan accionistas que estén en situaciones divergentes, en especial porque los derechos que incorporan sus respectivas acciones serán distintos, en

El principio de igualdad no impide que en la sociedad existan diferentes clases de acciones atribuyendo derechos distintos a los socios, como señala el art. 94 LSC. Precisamente, es la agrupación de los títulos bajo una misma categoría la que permite identificar con claridad los derechos individuales de cada accionista.⁸⁸ Sin embargo, estos derechos individuales no son inamovibles por pertenecer a una clase de acciones. El art. 293 LSC permite que una modificación estatutaria conceda un tratamiento diferencial (“discriminatorio”, según el tenor literal de la norma) a los socios dentro de una misma categoría de acciones, si todos los afectados dan su aprobación de forma separada. Este mismo precepto, además, ofrece una definición de “trato discriminatorio” en su apartado segundo *in fine*:

Se reputará que entraña trato discriminatorio cualquier modificación [estatutaria] que, en el plano sustancial, tenga un impacto, económico o político, claramente asimétrico en unas y otras acciones o en sus titulares.

En el caso de las acciones de lealtad, carece de sentido exigir una junta especial para su aprobación basándose en la presencia de una discriminación. En el momento de introducción de la previsión estatutaria, todas las acciones serían susceptibles de poseer el privilegio, por lo que no se produciría asimetría alguna en el tratamiento recibido por los socios. Basta con poseer el título durante el tiempo estipulado en los estatutos. Puede considerarse, pues, que su implantación no vulneraría el principio de igualdad de trato. No constituyen puramente un privilegio, en tanto que la ventaja que otorgan no es de carácter exclusivo.

Cuestión distinta será si, tras la modificación estatutaria, las acciones de lealtad otorgan un derecho político especial a un grupo de accionistas –los más antiguos- en detrimento de otros socios más recientes, que detentan la misma clase de acciones. Es decir, cabe preguntarse si se aprecia una vulneración del principio *a posteriori*, cuando comenzasen a concederse los derechos de voto a los socios de mayor antigüedad, y no a

su definición o en su ejercicio. Lo que impone el art. 97 LSC es que los accionistas reciban de la sociedad un trato igual, pero de acuerdo con una segunda y esencial precisión, que recuerda que la igualdad debe aplicarse entre aquellos accionistas que se encuentren en condiciones idénticas. (...) es esta segunda precisión la que facilita la aplicación del principio, al contar la sociedad con un criterio claro en cuanto a cómo proyectar ese deber” (p. 9). La LSA de 1951 recogía también este principio (art. 37). De igual forma, GARRIGUES y URÍA lo matizaban: “no se recoge el principio de igualdad de derechos como un imperativo absoluto” (*op. cit.*, p.383).

⁸⁸ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., 2010, *op. cit.*, p. 6.

los de reciente incorporación. En este punto, resulta nuevamente oportuno citar a SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE:

Son el interés o fin común y la vinculación compartida por todos los socios en una misma empresa bajo forma social los que obligan a tratar a todos de forma paritaria. Mas ese tratamiento no implica una identidad plena de derechos, sino que determina que la igual o distinta posición de los socios tenga un fundamento admisible en la organización de la sociedad. Como se apuntó autorizadamente, en una sociedad puede llegarse “a una conexión y composición de intereses que no consista en la igualdad de posiciones de los socios” [GIRÓN, Derecho de Sociedades, t. I, Madrid, 1976, p. 294.] Lo relevante será que la disparidad en el trato a los accionistas encuentre una fundamentación legítima.⁸⁹

En vista de lo expuesto, puede considerarse legítima la obtención, en un momento posterior, de un derecho de voto adicional, que originaría una “distinta posición de los socios”. Esta diferenciación, que presenta un carácter coyuntural, será razonable si no tiene un origen arbitrario e injustificado y responde a unos fines sociales concretos, aceptables y coherentes con la forma en que la sociedad está estructurada.

El régimen de las acciones de lealtad carece de carácter arbitrario, pues los derechos de voto doble pueden ser obtenidos por cualquier socio propietario de acciones ordinarias. Además, toda discrecionalidad se difumina en el momento en el que las condiciones para su concesión son definidas legalmente en sus exactos términos. Asimismo, su instauración puede atender a diversos propósitos, según la compañía, como incentivar la permanencia de los accionistas en la sociedad, acceder al mercado de capitales sin perder el control de la empresa o reforzar la estabilidad de su gestión, facilitando así la consecución de proyectos a largo plazo.

Por otra parte, existe una cuestión que el régimen legal de las acciones de lealtad no debería eludir. Otro de los fundamentos del principio de igualdad de trato es operar como límite a la actuación de los socios mayoritarios, que no podrán adoptar acuerdos en perjuicio de una minoría.⁹⁰ Podría darse una situación en la que un socio mayoritario,

⁸⁹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., 2010, *op. cit.*, p. 4.

⁹⁰ PEINADO GRACIA, J.I., “Principios y derechos del socio (significado y límites de la condición de socio)”, en CREMADES, J. y PEINADO, J.I. (coord.), *Los accionistas minoritarios*, Editorial La Ley, Las Rozas (Madrid), 2012, p.69.

haciendo uso de su poder, votase la modificación de los estatutos para introducir las acciones de lealtad con el único fin de controlar un elevado porcentaje de los derechos políticos de la sociedad. De ser así, se habría desvirtuado uno de los propósitos de este instrumento, que es involucrar a los accionistas minoritarios en la vida social.

Por ello, se propone que la modificación estatutaria cuente con la aprobación de los accionistas minoritarios, es decir, aquellos cuyo nivel de participación les impide ejercer cualquier tipo de control en la gestión social.⁹¹ Ello reduciría considerablemente el riesgo de expropiación por parte de la mayoría.

Por último, el carácter subjetivo del beneficio que conceden, mencionado *supra*, se relaciona con el carácter inescindible de la condición de socio, sobre todo en lo relativo a los derechos políticos. La tenencia por un socio de una acción de lealtad, y por tanto, de más de un voto, debería pasar por la imposibilidad de ceder dicho voto.⁹² Como explica la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 18 de enero de 2000, “la voluntad pertenece a un único socio y no es susceptible de ser escindida”.⁹³

⁹¹ TAPIA HERMIDA, A.J., “La tipología de los accionistas minoritarios. Referencia a las instituciones de inversión colectiva”, en VV.AA, *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Editorial La Ley, 2014, p. 47.

⁹² Como explica PEINADO GRACIA, *op cit.*, p.73: “Cuando se transmite un derecho de carácter económico se transmite realmente una facultad cuyo ejercicio afecta fundamentalmente a los intereses personales del socio, a su particular esfera patrimonial. Por el contrario, al transmitir un derecho político se estaría transmitiendo la posibilidad de influir en la marcha de la sociedad, en sus decisiones, lo que necesariamente va a afectar a terceros y, fundamentalmente, al resto de los socios. Consecuentemente, la libre transmisión temporal separada de los derechos no puede afirmarse en igual medida de los derechos políticos como de los derechos económicos, encontrándose entre estos últimos las excepciones legalmente consideradas”. Es decir, así como se pueden disponer de derechos económicos, ya sea mediante la constitución de derechos reales sobre las acciones (arts. 126 a 132 LSC) o transmitiendo separadamente el derecho de suscripción preferente (art. 306.2 LSC), se da la imposibilidad de transmitir separadamente de los políticos.

⁹³ Recurso de apelación núm. 871/1998, Aranzadi (AC 2000/613).

4.3. Regulación del derecho de voto en la sociedad cotizada española

4.3.1. Una acción, un voto. El principio de proporcionalidad entre capital y voto

El ordenamiento jurídico español prohíbe la emisión de acciones que alteren la proporcionalidad entre derechos de voto y capital aportado, según lo dispuesto en el art. 96 LSC. De la misma forma, el art. 188.2 LSC reitera la prohibición para las sociedades anónimas.

La creación de acciones con privilegios económicos tiene cabida en la norma (art. 95 LSC)⁹⁴, mientras que la concesión de beneficios políticos ha entrañado desde hace tiempo una cuestión más controvertida.⁹⁵ Existe una doctrina fuertemente consolidada que rechaza la alteración de la proporcionalidad entre capital y voto.⁹⁶ Tal proporción ya se encontraba garantizada en la Ley de Sociedades Anónimas de 1951,⁹⁷ cuyo artículo 38 prohibía de forma expresa la creación de acciones de voto plural. Desde su inclusión, ha recibido una defensa unánime por la doctrina.⁹⁸ Aunque algunas voces han

⁹⁴GARRIGUES, J., y URÍA, R., *op. cit.*, p.384, los privilegios económicos encuentran su justificación en que “facilitan la afluencia de capital a las empresas cuando existen aportaciones en especie que no pueden ser utilizadas de modo inmediato ni valoradas con exactitud”.

⁹⁵ En GARRIGUES, J., y URÍA, R., *op. cit.*, pp. 390-391, se hace un recorrido por la doctrina europea en torno a las acciones de voto plural. Los juristas se posicionan a favor de aquellos que alegan que este tipo de acciones “permiten el dominio de las sociedades sin que sus tenedores arriesguen en la empresa el capital correspondiente al poder que ejercitan y que el voto privilegiado es un arma al servicio de las oligarquías financieras para el control y dominio de las empresas.”

⁹⁶ No solamente en España. Por poner un ejemplo, el principio de proporcionalidad entre capital y voto también es uno de los pilares de la dogmática alemana -el llamado *Kapitalprinzip*- (ZÖLLNER, 2009, *apud* SÁEZ LACAVE, 2011, *op. cit.*, p.10.

⁹⁷ GARRIGUES, J., URÍA, R., *op. cit.*, p. 293.

⁹⁸ *vid.* RDGRN n° 8815/2016, de 2 septiembre (Aranzadi, RJ 2016\4614). Deniega la inscripción de una ampliación de capital por la creación de acciones que alteraban la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto: tanto las acciones de 1 euro como las de 120,20 euros de valor nominal concedían el derecho a un voto: “se vulneran los artículos 96.2 y 188.2 de la LSC que consagran el principio de proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto. Este defecto es insubsanable y tiene su fundamento en los citados artículos 96.2 y 188.2 de la LSC y las resoluciones de la Dirección General de 24 de septiembre de 1975 y 26 de octubre de 2005 que consagran el mencionado principio y prohíben la creación de acciones de voto plural. Criterio confirmado por el Tribunal Supremo en sentencias de 1 de febrero de 1957 y 5 de noviembre de 1990. Este defecto es claro, palmario y meridiano: desde el punto de vista doctrinal le indico al presentante que la postura de la doctrina mercantilista española es unánime en este punto.”

respaldado la alteración del principio de proporcionalidad,⁹⁹ la tónica imperante ha sido el rechazo a esta figura.¹⁰⁰

Este principio, además, tradicionalmente ha servido para garantizar que el socio mayoritario actuase en favor del interés social. Se ha entendido que la mayor inversión realizada debería llevarle a tomar decisiones encaminadas al bien común.¹⁰¹ Sin embargo, ello no elimina los problemas propios de estructuras muy concentradas, como los conflictos entre socios internos y externos. Como explica SÁEZ LACAVE, la regla de la proporcionalidad sin excepciones no resuelve los desequilibrios que pudieran darse entre unos y otros; aún más, podría legitimarlos en empresas en las que el socio mayoritario controlase un alto porcentaje del capital.¹⁰² Por otra parte, puede ocurrir que un cierto nivel de desproporción sea adecuado y productivo para algunas compañías. La proporcionalidad no siempre creará valor, de la misma forma que la desproporcionalidad no tiene por qué destruirlo. En palabras de la autora, “ni todos los socios mayoritarios maximizan el valor de la sociedad, ni todos los minoritarios de control son expropiadores”.¹⁰³

Pese a todo, no puede negarse que la regla “una acción, un voto” se encuentra profundamente arraigada en el Derecho societario español. Esta interdicción de las acciones de voto plural supone, sin lugar a dudas, el principal obstáculo para la

⁹⁹ PEDROL RIUS, A., “Defensa de las acciones de voto plural”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 15, Pamplona, Editorial Civitas, 1948, p. 2 El autor las propugnó como instrumento para dar estabilidad a la administración de las sociedades y evitar tomas de control no deseadas. No veía razón suficiente el hecho de que pudiesen utilizarse de forma abusiva para prohibirlas. Además, propuso algunos requisitos para su implantación en España, como restringir el derecho a poseerlas a las personas físicas no extranjeras (p. 15); por otra parte, el Tribunal Supremo las reconoció en su Sentencia de 28 de marzo de 1936 (p. 2).

¹⁰⁰ CALVO SOTELO, J., *El capitalismo contemporáneo y su evolución*, 1938, pp. 65 y ss. *apud* GARRIGUES y URÍA, *op. cit.*, p. 392. No las considera aceptables y defiende que existen otros mecanismos “menos peligrosos” para evitar las “asechanzas fraudulentas de una sociedad rival”.

¹⁰¹ Como explica BEBCHUK, un socio de control cuya participación es relativamente pequeña puede tomar decisiones que le reporten beneficios privados más elevados que los que recibiría del capital invertido en la sociedad: “when private benefits of control are large, owners might choose a CS–controlling shareholder– structure, notwithstanding some efficiency advantages that an NCS structure could have, in order to maintain a lock on control”(p. 2) (la cursiva es nuestra). Reconoce, sin embargo, que la prohibición de las alteraciones entre capital y voto puede disuadir a muchas compañías de salir a Bolsa: “Notwithstanding the problems identified in this paper, however, restricting or discouraging the choice of CS might not be a desirable approach (...). For if private benefits of control are large and if the law requires an NCS structure for publicly traded companies, then going public might be discouraged even when it could provide some efficiency benefits” (p. 30), BEBCHUK, L., “A rent protection theory of corporate ownership and control”, *The National Bureau of Economic Research*, Documento de trabajo nº 7203, 1999.

¹⁰² SÁEZ LACAVE, M.I., 2011, *op. cit.*, p. 21.

¹⁰³ SÁEZ LACAVE, M.I., *ibíd.* p.33.

implantación de las acciones de lealtad. Sin embargo, como se estudiará a continuación, la premisa mencionada convive con instrumentos utilizados para modificar la proporcionalidad entre capital y voto.

4.3.2. Las alteraciones del principio de proporcionalidad

Los artículos 188.3 y 527 LSC permiten, en las sociedades anónimas, la introducción de cláusulas limitativas del número de votos que puede emitir un mismo accionista. En las sociedades cotizadas, tales estipulaciones devienen ineficaces en caso de que una oferta pública de adquisición alcance, al menos, el setenta por ciento del capital con derecho a voto.¹⁰⁴ Esta limitación, para algunos, cuestiona la presencia del principio de proporcionalidad en las sociedades anónimas. Igualmente, se plantea como una vulneración del principio de igualdad de trato, pues se otorga un mismo nivel de control en relación con porcentajes de inversión muy dispares.¹⁰⁵

A pesar de las críticas, se trata de una regla consolidada, pues ya estaba presente en la LSA de 1951 y en la de 1989, en su artículo 105.2. GARRIGUES y URÍA la entendían como un instrumento limitativo del poder de los socios de control y potenciador de los derechos de los accionistas minoritarios.¹⁰⁶ La limitación presenta, además, un carácter subjetivo, puesto que la transmisión por el socio de los títulos para ostentar un porcentaje de participación por debajo del umbral establecido, supone la aplicación del régimen ordinario.¹⁰⁷

Se obliga así al socio mayoritario a alcanzar acuerdos con el resto de accionistas, sin que quepa la posibilidad de imponerse por el simple hecho de ser mayoría. Pese a las

¹⁰⁴ En la redacción introducida por la disposición adicional 1.2 de la Ley 1/2012 de 22 de junio.

¹⁰⁵ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Algunos cambios en la regulación de la Junta General en el Informe de la Comisión de Expertos (y en el Anteproyecto de Ley de Modificación de la LSC)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, nº 87, 2014, p. 22.

¹⁰⁶ GARRIGUES, J., y URÍA, R., *op. cit.*, p. 395, “aunque con ello se quiebre la ecuación entre el voto y el capital, esa rotura no plantea peligros para nadie, ni en definitiva lesiona la naturaleza del voto”.

¹⁰⁷ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Proporcionalidad entre capital y voto: mecanismos de quiebra del principio y su fundamento societario”, en IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. y MARTÍN DE VIDALES GODINO, M. (coord.), “El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el Derecho de Sociedades”, *Cuadernos de la Cátedra Garrigues-Comillas para la modernización del Derecho de Sociedades*, Vol. 4, 2015, p. 10.

bondades del precepto, autores como GARCÍA DE ENTERRÍA¹⁰⁸ no consideran que el planteamiento de la Ley de 1951 pueda seguir vigente, pues resultaba útil en la medida en que los minoritarios se encontraban más desprotegidos a falta de sistemas de supervisión, deberes específicos de información y regulación del mercado de valores. En la actualidad, el precepto es empleado como una medida de blindaje para evitar tomas de control en sociedades en las que el capital está muy disperso.¹⁰⁹ No es que con la limitación se premie la antigüedad o la fidelidad, sino que en cierto modo se castiga el haber realizado una mayor inversión, pues el control nunca podrá superar el porcentaje establecido estatutariamente.¹¹⁰

Además de estas cláusulas limitativas, la Ley permite la emisión de acciones sin derecho a voto (art.98 LSC). Existen opiniones muy diversas acerca de su función genuina. Para GARCÍA DE ENTERRÍA, no está claro que realmente supongan una quiebra del principio de proporcionalidad, pues sus tenedores no buscan intervenir en la vida social, sino más bien obtener una rentabilidad económica.¹¹¹ MUÑOZ PAREDES, por el contrario, no suscribe este argumento. Para el autor, el instrumento constituye una verdadera ruptura del principio de proporcionalidad tan arraigado en la doctrina mercantilista española.¹¹²

Formalmente, la alteración se produce. Según BELTRÁN y MENÉNDEZ, la utilidad de estas acciones radica en que permiten a un grupo, en el momento de constitución, controlar la sociedad. Con posterioridad a su creación, ofrecen a los socios la

¹⁰⁸ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *ibíd.*, p. 8., considera el precepto una quiebra del principio de proporcionalidad entre capital y voto demasiado drástica y, más que un instrumento de defensa de la minoría, una forma de mantener el control ante “accionistas incómodos” (p.10).

¹⁰⁹ ROSETY JIMÉNEZ DE PARGA, L., “El derecho de voto en la sociedad anónima cotizada. Régimen legal”, en VV.AA, *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Editorial La Ley, 2014, p. 253. En las sociedades en las que existe esta limitación, la pasividad de los minoritarios puede llevar al control por un grupo reducido.

¹¹⁰ No es objeto de este trabajo analizar la oportunidad de este tipo de cláusulas, sino más bien presentarlas como una de las alteraciones al principio de proporcionalidad que el Derecho societario español presenta. Sobre las posturas doctrinales a favor y en contra del precepto, *vid.* CREMADES GARCÍA, J., “Las limitaciones del ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas”, en VV.AA, *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Editorial La Ley, 2014, p. 284 y ss.

¹¹¹ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *op. cit.*, p. 6.

¹¹² MUÑOZ PAREDES, “Aspectos societarios y de mercado relativos a la alteración del principio de proporcionalidad entre capital y voto”, en IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. y MARTÍN DE VIDALES GODINO, M. (coord.), *El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el Derecho de Sociedades, Cuadernos de la Cátedra Garrigues-Comillas para la modernización del Derecho de Sociedades*, p. 45.

posibilidad de obtener capital sin ser privados del control de la compañía.¹¹³ No obstante, no constituyen un instrumento al que se acuda con frecuencia en la práctica societaria, habida cuenta de la onerosidad que entrañan para el emisor y del estricto régimen establecido en materia de recuperación del derecho de voto.¹¹⁴

Además, existen otras fórmulas cuyos efectos se asemejan a los de los mecanismos previstos legalmente, como los pactos parasociales y las estructuras piramidales.¹¹⁵ Recientemente, ha podido comprobarse cómo una sociedad puede sortear la regla que prohíbe privilegios en materia de voto y conseguir que un grupo minoritario detente el control.¹¹⁶ Si se considera, pues, que la presencia en la norma del principio de proporcionalidad es relativa, podría valorarse la introducción, de forma aislada y bajo ciertas condiciones, de acciones que otorguen un derecho de voto superior al capital aportado.

Las alteraciones más o menos palmarias que la Ley presenta no comportan motivos de entidad suficiente para afirmar la inexistencia del principio de proporcionalidad. Aun admitiéndose lo expuesto en los párrafos anteriores, no puede negarse la importancia de la proporcionalidad entre capital y voto en el ordenamiento jurídico español; a fin de cuentas, constituye la frontera entre la sociedad anónima y la limitada (art. 188 LSC). Es en esta distinción donde procede detenerse para comprender la exclusión de los privilegios en materia de voto que la norma establece.

Tanto en la sociedad anónima como en la de responsabilidad limitada el capital social se encuentra dividido en partes iguales (las acciones y las participaciones, respectivamente). Ambas otorgan la condición de socio y atribuyen una serie de derechos de naturaleza legal y estatutaria, en virtud de los arts. 90 y 91 LSC.

Sin embargo, las acciones son consideradas valores mobiliarios, mientras que la Ley niega tal carácter a las participaciones, prohibiendo su representación mediante títulos o anotaciones en cuenta (art. 92 LSC).

¹¹³ BELTRÁN SÁNCHEZ, E. y MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Las acciones sin voto”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 191, Pamplona, Editorial Civitas, 1989, sin numeración de páginas, Aranzadi (BIB 1989\655).

¹¹⁴ URÍA, R. y MENÉNDEZ, A., *op. cit.*, p. 881.

¹¹⁵ vid. FUENTES NAHARRO, M., “Propiedad y control: problemática asociada a los grupos de estructura piramidal”, en IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. Y MARTÍN DE VIDALES GODINO, M. (coord.), “El principio de proporcionalidad...”, *op. cit.*, pp. 31-38.

¹¹⁶ SÁEZ LACAVE, M.I., 2015, *op. cit.*, p. 26. La autora hace una valoración del caso Abengoa, compañía que emitió dos clases de acciones con diferentes derechos económicos y políticos.

También presentan diferencias en cuanto a su transmisibilidad. En la sociedad anónima las acciones son libremente transmisibles, mientras que las participaciones presentan limitaciones. Estas últimas han sido configuradas de tal manera que la mera tenencia del título no legitima al poseedor como socio. La transmisión de las participaciones debe formalizarse en documento público (art. 106 LSC) y queda sometida al consentimiento de la sociedad (art. 107.1 b) LSC). Asimismo, se prohíben las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente libre la transmisión (art. 108.1 LSC). Las acciones, en cambio, pueden ser nominativas o al portador, lo que agiliza su circulación y las hace idóneas para el mercado de capitales. En este caso, la transmisibilidad es libre por defecto: las restricciones solo son válidas frente a la sociedad si afectan a acciones nominativas y están previstas en los estatutos (art. 123 LSC), sin perjuicio de las limitaciones establecidas a través de pactos parasociales (art. 29 LSC, art. 530 LSC para las sociedades cotizadas).

Como puede advertirse, el legislador no ha querido atribuir iguales privilegios en materia de voto a las acciones y a las participaciones. Podría considerarse el diferente trato legislativo como una manera de evitar al inversor costes de información y de no reducir la agilidad que debe caracterizar la transmisión de acciones. La fluidez de la circulación de capitales constituye un rasgo definitorio de la sociedad anónima, cuyos principios configuradores han sido mencionados al principio del capítulo. Esta idea se desarrolla en varios artículos del profesor ALFARO ÁGUILA-REAL, que además justifican la *ratio* de la norma establecida en el art. 96.2 LSC:

El principal coste de información de alguien que adquiere acciones o participaciones es el relativo a la empresa cuyo capital está representado por las acciones o participaciones. (...) El legislador facilita esa acumulación de información haciendo irrelevante el contenido de los estatutos sociales: los compradores de acciones no han de preocuparse porque la configuración interna, es decir, la organización de la sociedad anónima X difiera significativamente de la sociedad anónima Y o Z.¹¹⁷

Sin desdeñar en absoluto la tan consolidada doctrina a favor de la regla “una acción, un voto”, su exégesis presenta, a día de hoy, un somero fundamento. El carácter

¹¹⁷ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “¿Por qué se prohíben los privilegios de voto en la sociedad anónima? (y II)”, 16 de mayo de 2012. Véase también “Más sobre la prueba del nueve”, 29 de febrero de 2012; “¿Por qué se prohíben los privilegios en materia de voto en la sociedad anónima? (I)”, 10 de mayo de 2012; todos en el *Blog de Derecho Mercantil*, <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/>. Enlaces completos en el apartado de Bibliografía.

público de las sociedades anónimas, más patente en las cotizadas, obliga a suministrar al mercado de capitales cualquier información relevante para los inversores. Ello garantiza la transparencia y la celeridad de las transacciones realizadas dentro del mismo.¹¹⁸

La homogeneidad que la regla de la proporcionalidad otorga facilita la reducción de los costes de información mencionada *supra*. Sin embargo, toda vez que la Ley garantiza la provisión de información de manera eficaz, clara y transparente sobre las compañías que operan en el mercado, su justificación se debilita. No existen razones de peso, por tanto, para afirmar que la transmisibilidad de las acciones se vería obstaculizada por la existencia de títulos susceptibles de conceder derechos de voto doble.

Dicho lo cual, debe apuntarse que el carácter subjetivo del privilegio que otorgan las acciones de lealtad, lleva a la necesidad de registrar a los socios que se deseen beneficiarse de las mismas. Ello ayuda a cumplir las exigencias de transparencia del mercado. Aun así, en su introducción estatutaria debería estar fuertemente garantizada la intervención de las minorías en la decisión. Además, los requisitos para su concesión precisan ser más estrictos que los establecidos en otras legislaciones, postura que será desarrollada más adelante.¹¹⁹

4.4. Características del accionariado en el mercado bursátil español

No puede valorarse la implantación de las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas sin tener en mente una imagen de la Bolsa española, cuyas características influyen en las decisiones del legislador.¹²⁰

¹¹⁸ cf. ALBELLA AMIGO, S. y VIVANCOS GASSET, F., “La sociedad cotizada como operador del mercado: la información al mercado”, en ALBELLA AMIGO, S., *et al*, *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, Granada, Editorial Comares, 2006, pp. 229-250.

¹¹⁹ Estas garantías a los minoritarios también han sido mencionadas por BOLTON y SAMAMA, *op. cit.*, p.44.

¹²⁰ Como apunta VIVES RUIZ, en relación con el mercado de control societario: “a grandísimas pinceladas, en mercados con concentración de capital, el legislador tiende a prevenir y regular los conflictos de intereses entre accionistas significativos y accionistas minoritarios, mientras que en mercados con capital disperso, el legislador tiende a preocuparse más por los conflictos entre administradores y accionistas”, en “El mercado de control societario”, en CREMADES, J. y PEINADO, J.I. (coord.), *Los accionistas minoritarios*, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2012, p. 68.

Al igual que otros mercados europeos, el español presenta una propiedad concentrada. En muchas compañías el capital se encuentra en manos de accionistas con una participación superior al veinte por ciento del capital, mientras que las sociedades de capital más disperso son menos frecuentes. En otros países, esta característica ha facilitado que, a través de los mecanismos de control, un accionista que no posee la mayoría del capital pueda detentar el control de la sociedad,¹²¹ no sin suscitar ciertos recelos.

Los cambios legislativos en Francia e Italia han movilizadado sobre todo a inversores institucionales, temerosos de que el control de una minoría derive en conductas cuyo fin sea obtener beneficios privados sin tener en cuenta los intereses del resto de socios.¹²² Alegan que la involucración de los accionistas no tiene por qué ser alentada a través de la introducción de derechos de voto doble.¹²³ Para fomentarla se pueden utilizar otras vías, como el establecimiento, en términos contractuales, del compromiso de los administradores con la gestión de la sociedad a largo plazo.

Ciertamente, las acciones de lealtad no constituyen la única solución para implicar a los accionistas minoritarios e impulsar el gobierno estable y duradero de la compañía. Para alcanzar estos objetivos, es necesario acudir a otros mecanismos, muchos de ellos ofrecidos por los Códigos de Buen Gobierno. El Derecho societario español se ha valido de tales instrumentos, que han contribuido, en gran medida, a la “revitalización de la junta de accionistas” y a una mejor protección de los intereses de los socios minoritarios.¹²⁴

El verdadero origen de las críticas a los regímenes italiano y francés se encuentra, precisamente, en la falta de protección que se ha dado a las minorías en la implantación de las acciones de lealtad. Así se infiere del análisis realizado. En Italia, en un primer

¹²¹ ENRIQUES, L. y VOLPIN, P., “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, nº 1, p. 117.

¹²² cf. COMISIÓN EUROPEA, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007. Consúltese también BEBCHUK, en la nota 101.

¹²³ INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, “Stewardship Does Not Benefit From Differential Rights”, *ICGN Viewpoint*, 2015, p. 3. Disponible en: <https://www.icgn.org/sites/default/files/Stewardship%20does%20not%20benefit%20from%20differential%20ownership%20rights.pdf>

¹²⁴ ROSETY JIMÉNEZ DE PARGA, L., *op.cit.* p. 255, y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., 2014, *op. cit.* p.9.

momento, se estableció que la modificación estatutaria pudiese ser aprobada por mayoría simple; mientras que en Francia, las acciones de lealtad perdieron su carácter dispositivo, para ser el régimen aplicable por defecto.

De la lectura del Anexo III se desprende que uno de los principales rasgos que presentan las sociedades cotizadas españolas es la concentración de la propiedad. Esta cualidad podría generar desconfianza en torno a las acciones de lealtad, sobre todo por parte de los inversores institucionales y de los accionistas minoritarios, tal y como ha sucedido en los países vecinos. Sin embargo, debe reiterarse que la razón de fondo de las suspicacias no ha sido la concentración del capital, sino la desprotección del accionariado.

Por lo tanto, es tarea del legislador prever los instrumentos necesarios para suprimir situaciones susceptibles de generar algún tipo de desprotección,¹²⁵ sobre todo en la implantación de un mecanismo como las acciones de lealtad. Una vez se salvaguarden las garantías de los socios, las reticencias en torno a esta figura deberían desvanecerse.

4.5. Posibilidad de adopción de las propuestas de Derecho comparado. Aspectos a tener en cuenta y cautelas procedimentales para su implantación.

Tras el estudio de la regulación de las acciones de lealtad en otros sistemas jurídicos, en este apartado se concretarán en varios puntos los principales aspectos a considerar para la implantación de una figura similar en el Derecho español:

- Carácter dispositivo de la regla

Resulta aconsejable que un mecanismo de control como las acciones de lealtad sea introducido en Derecho con carácter dispositivo. Puesto que cada compañía posee unas características propias, la facultad de decidir la organización de su estructura que más convenga a su modelo de negocio es fundamental para su óptimo desarrollo.¹²⁶ Por ello, no se recomienda que este instrumento sea establecido en la sociedad por defecto. No existen evidencias concluyentes que permitan afirmar que la proporcionalidad es la

¹²⁵ cf. SÁEZ LACAVE, 2011, *op. cit.*, pp. 37 y ss.

¹²⁶ SÁEZ LACAVE, 2011, *op. cit.*, p.11: “la libertad contractual debería amparar la decisión de los socios de elegir la estructura de propiedad y los ajustes de capital que mejor se avengan a sus intereses”.

mejor regla para configurar la estructura de todas las sociedades anónimas.¹²⁷ En consecuencia, se aboga por la libertad de la compañía para elegirla, o por el contrario limitarla.

- Mayorías reforzadas para su aprobación

Los mecanismos de control que depositan gran parte del poder de decisión en manos de un grupo reducido de socios, pueden derivar en excesos que dejen a un lado los intereses de los accionistas minoritarios.¹²⁸ Como cautela para salvaguardar su protección, se plantea que las modificaciones estatutarias introductorias de las acciones de lealtad sean aprobadas, o bien a través del sistema de mayorías reforzadas (art. 201.2 LSC en relación con el 194 LSC), o, incluso, exigiendo la aprobación de la “mayoría de la minoría”.¹²⁹

- Derecho de separación

La Ley de Sociedades de Capital configura el derecho de separación como una forma de proteger a las minorías que no hayan votado a favor de ciertos acuerdos que, siendo aprobados por la mayoría de forma legítima, modifican aspectos sustanciales de la sociedad.¹³⁰

El Derecho español no prevé como causa de separación de los socios la modificación de los derechos de voto de las acciones, como ocurre en el Código Civil italiano.¹³¹ Si se preserva el poder de decisión de las minorías, como se menciona en el punto anterior, no resultaría oportuno introducir, con motivo de la implantación de las acciones de lealtad, una previsión legal de carácter similar; sin perjuicio de las causas que se dispongan de forma estatutaria (art. 347 LSC).

¹²⁷ cf. BUKART, M; LEE, S., *op. cit.* y ADAMS, R. y FERREIRA, D., *op. cit.*

¹²⁸ cf. BEBCHUK, *op. cit.*

¹²⁹ SÁEZ LACAVE, 2011, *op. cit.*, p. 40. También BOLTON y SAMAMA, *op. cit.*, p. 44.

¹³⁰ FERNÁNDEZ DE CÓRDOBA CLAROS, I., “La separación y exclusión de socios en las sociedades de capital”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 41, Cizur Menor, Editorial Aranzadi (BIB 2013\2524), 2013, p. 282; ALONSO LEDESMA, C., “La autonomía de la voluntad en la exclusión y separación de socios”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 287, Pamplona, Editorial Civitas, 2013, p. 93. Referencia en Aranzadi: BIB 2013\386.

¹³¹ En virtud del art. 2437, letra g). Sin embargo, recuérdese que no se reconoció este derecho con motivo de la introducción de las acciones de lealtad (*vid.* Capítulo 3, apartado 2, p. 14).

- OPA obligatoria con motivo del incremento de los derechos de voto

Con motivo del incremento de los derechos de voto puede activarse la obligación de lanzar una oferta pública de adquisición, en virtud del art. 3 RD 1066/2007¹³², a menos que se den los supuestos de exención del art. 8 y los demás establecidos en la norma.¹³³ En Francia, el mandato no se activa bajo ciertas condiciones, mientras que en Italia se ha mantenido la obligación, por lo que aquellos que no deseen realizar la oferta deben renunciar a sus derechos de voto doble de forma irrevocable.¹³⁴

La opción mantenida por el Derecho italiano resultaría la más adecuada, pues elimina toda posibilidad de efectuar tomas de control encubiertas de forma sobrevenida. Por otra parte, las acciones con derechos de voto adicionales pueden encarecer la OPA al tener que extender la misma oferta a todos los socios.¹³⁵

- Ejercicio de los derechos de voto por los inversores transfronterizos

Los costes administrativos en los que incurren los accionistas para la obtención de los derechos de voto doble –envío de un formulario, registro correspondiente gestionado por la sociedad¹³⁶ - han sido motivo de crítica en Italia.¹³⁷ Estos costes se agravan en el caso de inversores internacionales, de importancia creciente en España, pues durante el primer semestre de 2016 los propietarios del 43,5% del valor de las acciones cotizadas eran no residentes, siendo ello un dato histórico.¹³⁸ Por lo tanto, se recomienda simplificar al máximo los trámites necesarios para que este tipo de socios pueda estar

¹³² Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, (BOE 28 de julio de 2007).

¹³³ DE CÁRDENAS SMITH, C., “Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control”, *Uría Menéndez*, sin fecha, p. 30. Disponible en: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2335/documento/079ccs.pdf?id=1960>

¹³⁴ *vid.* Capítulo 3, apartados 1 y 2.

¹³⁵ SÁEZ LACAVE, *op. cit.*, p. 8: “refuerza los efectos constrictivos de la opa obligatoria: como el voto doble se pierde en la transacción, el insider aún cuando quiera vender, no lo va a hacer si no se le retribuye por el control, lo que obliga al oferente a extender la misma oferta al resto de los accionistas, elevando el coste de la operación.”

¹³⁶ A modo de ejemplo los requeridos por el grupo Campari: <http://www.camparigroup.com/en/governance/loyalty-shares>.

¹³⁷ CARBONARA, S., “The ‘Development Decree’ allows Italian companies to issue multiple voting shares. A measure to support long-term investors or a new defense of major shareholders?”, *Expert Corporate Governance Service*, 22 de julio de 2014. Disponible en: <http://www.ecgs.org/node/148>

¹³⁸ BOLSAS y MERCADOS ESPAÑOLES, *Informe de mercado. Resumen del año 2016, 2017*, p.41

informado y ejercer correctamente sus derechos de voto, en consonancia con los objetivos establecidos en la Directiva 2007/36/CE.¹³⁹

Aunque no es el objetivo de este trabajo profundizar en este punto, resulta interesante la propuesta realizada por BOLTON y SAMAMA. Proponen identificar la acción con un código ISIN diferente durante el periodo de lealtad hasta su terminación, momento en que el derecho podría ser concedido.¹⁴⁰ Como explica la CNMV, “es un código que identifica unívocamente un valor mobiliario a nivel internacional y tiene una gran acogida en todos los mercados financieros del mundo”.¹⁴¹

4.6. El debate entre equidad y eficiencia. Qué podrían aportar las acciones de lealtad.

La regla de la proporcionalidad entre capital y voto en las sociedades anónimas presenta una sólida trayectoria en la práctica societaria española.¹⁴² Sin embargo, una idea excesivamente formal de equidad no siempre lleva a estructuras óptimas de propiedad para una compañía desde el punto de vista económico. Puede ocurrir que en algunas sociedades sea beneficioso para su gobierno un nivel más puro de democracia accionarial, mientras que en otras, un control más concentrado permite llevar a cabo una gestión más eficiente.¹⁴³ Existe, por tanto, una tensión entre la igualdad de derechos de los socios, y la productividad que toda empresa demanda en el desarrollo de su actividad.

En este debate entre la equidad y la eficiencia de la organización empresarial las acciones de lealtad pueden hacer varias aportaciones:

- Incentivo para la salida a Bolsa de empresas familiares

Las acciones de lealtad podrían ser adecuadas en sectores en los que pondera la figura del fundador -como las empresas tecnológicas- o en compañías familiares que

¹³⁹ 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 las sociedades cotizadas, (DOUE de 14 de julio de 2007).

¹⁴⁰ BOLTON y SAMAMA, *op. cit.*, p. 46.

¹⁴¹ <https://www.cnmv.es/Portal/ANCV/CodigoISIN.aspx>

¹⁴² *vid.* apartado 4.3.

¹⁴³ SÁEZ LACAVE, 2011, *op. cit.*, p. 9. Además, “la regla de la proporcionalidad no es por sí sola capaz de evitar los riesgos de expropiación de los socios externos” (p. 10).

desean acceder al mercado de capitales sin perder el control.¹⁴⁴ Las acciones de lealtad serían beneficiosas, pues supondrían un aliciente e incrementarían el número de sociedades que acuden al mercado de capitales en busca de financiación, haciéndolo más atractivo en este sentido.¹⁴⁵

- Abaratamiento del control

Al ser necesario un menor nivel de recursos para ejercer el control de la sociedad, se facilita la dilución de la propiedad¹⁴⁶ y la asignación de recursos a nuevas inversiones, incrementando la liquidez de los títulos y disminuyendo el riesgo específico de la compañía.¹⁴⁷

- Transparencia

A favor de las acciones de lealtad ha de apuntarse que su implantación podría ser una alternativa más transparente a mecanismos de control menos perceptibles por los socios minoritarios, como las estructuras piramidales.¹⁴⁸

- Estabilidad y compromiso

Aunque las acciones de lealtad, por sí solas, no garantizan que una compañía sea dirigida siempre buscando la creación de valor a largo plazo, sin duda constituyen un instrumento útil para dar a la gestión un carácter estable. La recompensa a las conductas que muestren una mayor implicación con el proyecto empresarial permite la inversión en capital humano y en proyectos de investigación y desarrollo, de resultados no inmediatos, pero cuyos frutos indudablemente benefician a la sociedad y al crecimiento de la economía.

¹⁴⁴ VENTORUZZO, M., *op. cit.*, p. 9.

¹⁴⁵ SÁEZ LACAVE, 2011, *op. cit.*, p.34. La autora explica además que “la prohibición legal de las desviaciones, al elevar el precio de la inversión, tendría efectos adversos en la financiación de las empresas, y a la postre, repercutiría en coste social, al desincentivar la puesta en marcha de proyectos empresariales o salidas a bolsa para buscar financiación por el miedo a perder el control.” (p. 40).

¹⁴⁶ SÁEZ LACAVE, 2011, *op. cit.*, p. 34.

¹⁴⁷ GANDÍA PÉREZ, E., “*El nuevo voto privilegiado en Italia...*”, p. 176.

¹⁴⁸ SÁEZ LACAVE, 2015, *op. cit.*, p. 19.

5. CONCLUSIONES

A lo largo de estas páginas se ha realizado una apasionante investigación sobre la figura de las acciones de lealtad y su regulación en otros ordenamientos jurídicos. Para valorar su implantación en el Derecho español, se han abordado varios principios configuradores de la práctica societaria, tratando de dilucidar el encaje de una figura similar en el sistema jurídico español. En este apartado se concretarán en varios puntos las conclusiones a las que se ha llegado, a modo de colofón del estudio realizado:

- I. En este trabajo se han planteado las acciones de lealtad como una manera de premiar a los inversores estables, realmente comprometidos con la compañía, que confíen en su creación de valor a largo plazo. Un excesivo nivel de inversión a corto plazo, aun siendo legítimo, puede ser dañino para el interés social. Por ello, debe alcanzarse un equilibrio entre el cortoplacismo y la inversión duradera. Además, se ha visto que no existe un modelo único de estructura de propiedad: habrá compañías que creen más valor con un control disperso, y otras que lo creen también, pero con uno más concentrado. Tal puede ser el caso de compañías familiares y aquellas en las que la reputación del fundador es un elemento valioso, a quienes las acciones de lealtad pueden ayudar en su crecimiento.
- II. No son pocos los ordenamientos europeos que prevén mecanismos de control en su Derecho societario. Pese a ello, el motivo para introducir las acciones de lealtad no debe ser la competencia regulatoria con el resto de Estados miembros, sino dotar de mayor flexibilidad a las normas y ofrecer más opciones a aquellos a los que estas sirven.
- III. La legislación actual impide que se implementen las acciones de lealtad sin realizar las modificaciones legislativas oportunas. Los privilegios de voto en materia de derechos políticos están prohibidos, no así en el caso de los derechos económicos. Se plantea como futura línea de investigación la posible implantación de un dividendo de lealtad imitando el modelo francés o las acciones de lealtad propuestas por la literatura económica estadounidense.
- IV. Se muestra aventurado afirmar con contundencia que el principio de proporcionalidad no se encuentra presente en el ordenamiento jurídico

español. Efectivamente, se trata de uno de los postulados que desde hace tiempo han configurado la sociedad anónima y que permiten diferenciarla de la limitada. Sin embargo, el legislador debe decidir qué senda tomar, y hacerlo de forma coherente, reforzándolo o añadiendo las acciones de lealtad al elenco de fórmulas que ya permiten su alteración, aprovechando la oportunidad de aprender de la trayectoria seguida por los sistemas jurídicos vecinos.

- V. La regla de la proporcionalidad no elimina totalmente la posibilidad de abusos por parte del socio mayoritario, ante los cuales el Derecho español ofrece la vía de la impugnación de los acuerdos sociales lesivos para el interés social o que se tomen en perjuicio de una minoría (art. 204 LSC). Por su parte, la desproporcionalidad tampoco suprime los problemas de los conflictos entre socios internos y externos. Más que determinar la estructura que deben tener las compañías, el Derecho debe garantizar la protección de los derechos de los socios, sea cual sea dicha estructura. Se otorga libertad a la actividad empresarial y se dota al Derecho de instrumentos eficaces para evitar los excesos derivados tanto de la actuación de un socio mayoritario como de la de uno minoritario de control.
- VI. Se reconoce que las acciones de lealtad, por sí solas, no incrementan la involucración de los accionistas. La inversión pasiva por lo general también puede serlo a largo plazo, por lo que una buena comunicación y transparencia son necesarias. En España se ha avanzado mucho en la cuestión sobre todo a través de la Ley 31/2014 y de muchas compañías que se están haciendo eco de la necesidad de involucrar más a sus accionistas en la vida social.
- VII. La corrección de los fallos en la implantación de las acciones de lealtad requiere un reforzamiento del poder de decisión de los accionistas minoritarios. Toda vez que sus garantías sean preservadas, no existen motivos de entidad suficiente para impedir su inclusión en Derecho español, permitiéndose su aprovechamiento por aquellas compañías para las que pueden resultar beneficiosas.

BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

❖ Derecho Comunitario

- Directiva 2004/25/CE del Parlamento y del Consejo de 11 de julio de 2007, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DOUE de 30 de abril de 2004).
- 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 las sociedades cotizadas (DOUE de 14 de julio de 2007).

❖ Derecho extranjero

- *Code de Commerce, LIVRE II : Des sociétés commerciales et des groupements d'intérêt économique.*
- *Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle* (JORF 1 de abril de 2014).
- *Loi du 13 novembre, réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions* (JORF 15 de noviembre de 1933).
- *Regio Decreto 16 marzo 1942, n.262. Approvazione del testo del Codice civile* (GU n° 79, 4 de abril de 1942).
- *Testo Unico della Finanza. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58* (publicado en el suplemento ordinario de la GU n° 71, 26 de marzo de 1998).
- *Decreto-legge 24 de giugno de 2014, n. 91. Disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea* (GU n° 192, 24 de junio de 2014).

❖ Derecho español

- Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo (BOE 4 diciembre de 2014).

- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007).
- Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 2 de julio de 2010).
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 24 de octubre de 2015).

2. JURISPRUDENCIA Y DOCTRINA ADMINISTRATIVA

- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 2 de septiembre, nº 8815/2016, Aranzadi (RJ 2016\4614).
- Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) de 9 de octubre, nº 898/2000, Aranzadi (RJ 2000\9903).
- Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 13ª) de 18 de enero de 2000, recurso de apelación núm. 871/1998, Aranzadi (AC 2000/613).

3. OBRAS DOCTRINALES

- ADAMS, R., y FERREIRA, D., “One Share, One Vote: The Empirical Evidence”, *European Corporate Governance Institute*, documento de trabajo nº 177/2007, 2007.
- ALBELLÁ AMIGO, S. *et al*, *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, Granada, Editorial Comares, 2006.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Los juristas –españoles- y el análisis económico del derecho”, *Revista para el análisis del Derecho Indret*, nº 417, 2007, 13 pp. Disponible en: http://www.indret.com/pdf/417_es_1.pdf
 - “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”, en JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A.J. (coord.), *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, 2010, pp. 475-492.
 - “Más sobre la prueba del nueve”, *Blog de Derecho Mercantil*, 29 de febrero de 2012. Disponible a 20 de marzo de 2017 en

<http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2012/02/mas-sobre-la-prueba-del-nueve.html>

- “¿Por qué se prohíben los privilegios en materia de voto en la sociedad anónima? (I)”, *Blog de Derecho Mercantil*, 10 de mayo de 2012. Disponible a 20 de marzo de 2017 en:

<http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2012/05/por-que-se-prohiben-los-privilegios-en.html>

- “¿Por qué se prohíben los privilegios de voto en la sociedad anónima? (y II)”, *Blog de Derecho Mercantil*, 16 de mayo de 2012. Disponible a 20 de marzo de 2017 en:

<http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2012/05/por-que-se-prohiben-los-privilegios-de.html>

- ALONSO LEDESMA, C., “Las asociaciones de accionistas y los foros electrónicos”, en VV.AA, *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Editorial La Ley, 2014, pp.723-744.
 - “La autonomía de la voluntad en la exclusión y separación de socios”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 287, Pamplona, Editorial Civitas, 2013, pp. 89-125. Referencia en Aranzadi: BIB 2013\386.
- BEBCHUK, L., “A rent protection theory of corporate ownership and control”, *The National Bureau of Economic Research*, documento de trabajo nº 7203, 1999.
- BELINFANTI, T., “Shareholder Cultivation and New Governance”, 38 *Delaware Journal of Corporate Law*, 2014, pp. 789-872. Disponible a 3 de abril de 2017 en:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2422576
- BELTRÁN SÁNCHEZ, E., y MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Las acciones sin voto”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 191, Pamplona, Editorial Civitas, 1989, sin numeración de páginas, Aranzadi (BIB 1989\655).

- BOLTON, P. y SAMAMA, F, “Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 25, nº 3, 2013, pp. 38-49.
- BUKART, M. y LEE, S, “The One Share-One Vote Debate. A Theoretical Perspective”, *European Corporate Governance Institute*, documento de trabajo nº 176/2007, 2007.
- CARBONARA, S., “The ‘Development Decree’ allows Italian companies to issue multiple voting shares. A measure to support long-term investors or a new defense of major shareholders?”, *Expert Corporate Governance Service*, 22 de julio de 2014. Disponible a 21 de marzo de 2017 en: <http://www.ecgs.org/node/148>
- CONAC, P.H., “Obligation pour les sociétés cotées d’instaurer des droits de vote double sauf vote contraire”, *Revue des Sociétés*, nº 269, sin numeración de páginas.
- COOTER, R., y ULEN, T, *Introduction to Law and Economics*, Berkeley Law, 2007. Disponible a 2 de febrero de 2017 en: <http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1001&context=books>
- CREMADES GARCÍA, J., “Las limitaciones del ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas”, en VV.AA, *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Editorial La Ley, 2014, pp. 265-293.
- CREMADES, J. y PEINADO, J.I. (coord.), *Los accionistas minoritarios*, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2012
- DE CÁRDENAS SMITH, C., “Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control”, *Uría Menéndez*, sin fecha, disponible a 12 de marzo de 2017 en: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2335/documento/079ccs.pdf?id=1960>
- DE CARLOS BERTRÁN, L. La sociedad cotizada. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 39, 2015, pp. 31-42.

- DELVOIE, J. y CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares”, *Law & Financial Markets Review*, vol. 9, nº 1, 2015, pp. 19-28.
- EMBID IRUJO, J.M., “Hacia una mejor regulación legal de la sociedad cotizada”, en ALBELLA AMIGO, S. *et al*, *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, Granada, Editorial Comares, 2006, pp. 2-14.
- ENRIQUES, L. y VOLPIN, P., “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, nº 1, pp. 117-140.
- FERNÁNDEZ DE CÓRDOBA CLAROS, I., “La separación y exclusión de socios en las sociedades de capital”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 41, Cizur Menor, Editorial Aranzadi (BIB 2013\2524), 2013, pp. 281-330.
- GANDÍA PÉREZ, E., “El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las *loyalty shares* introducidas por el *Decreto-Legge* núm. 91, de 24 de junio”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, nº 65, 2016, pp.173-203.
 - “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*, nº 300, 2016, pp. 61-112.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Proporcionalidad entre capital y voto: mecanismos de quiebra del principio y su fundamento societario”, en IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. y MARTÍN de VIDALES GODINO, M. (coord.), *El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el Derecho de Sociedades, Cuadernos de la Cátedra Garrigues-Comillas para la modernización del Derecho de Sociedades*, Vol. 4, 2015, pp. 5-15.
- GARRIGUES, J., y URÍA, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Tomo I, Madrid, Instituto de Estudios Políticos, 1952.
- GEORGES, E., *Essai de généralisation d’un Droit de retrait dans la société anonyme*, París, Editorial Montchrestien, 2005.

- HODGSON, P., “Loyalty Shares v. One Share-One Vote: The Florange Act”, *Compliance Week*, Vol. 13, nº 148, 2016, pp. 56-58.
- MUÑOZ PAREDES, J. M., “Aspectos societarios y de mercado relativos a la alteración del principio de proporcionalidad entre capital y voto”, en IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. y MARTÍN de VIDALES GODINO, M. (coord.), *El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el Derecho de Sociedades, Cuadernos de la Cátedra Garrigues-Comillas para la modernización del Derecho de Sociedades*, Vol. 4, 2015, pp. 39-49.
- PEDROL RIUS, A., “Defensa de las acciones de voto plural”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 15, Pamplona, Editorial Civitas, 1948, Aranzadi (BIB 1948\5).
- PEINADO GRACIA, J.I., “Principios y derechos del socio (significado y límites de la condición de socio)”, en CREMADES, J. y PEINADO, J.I. (coord.), *Los accionistas minoritarios*, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2012, pp. 67-77.
- PELTIER, F., “L'attribution d'un dividende majoré à l'actionnaire stable”, *Bulletin Joly Sociétés*, 1993 pp. 551-553.
- QUIMBY, P.A., “Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares”, *Florida State University Review*, vol. 40, 2012, pp. 389-413.
- ROSETY JIMÉNEZ DE PARGA, L., “El derecho de voto en la sociedad anónima cotizada. Régimen legal”, en VV.AA, *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Editorial La Ley, 2014, pp. 243-264.
- SÁEZ LACAVE, M.I., “Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto”, *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, 2011, nº 1, pp. 2-48.
 - “Análisis económico de las cláusulas estatutarias de reconversión de acciones-voto múltiple/ordinarias- y doble estructura accionarial”, en IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. y MARTÍN de VIDALES GODINO, M. (coord.), “El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el Derecho de Sociedades”, *Cuadernos de la Cátedra Garrigues-Comillas para la modernización del Derecho de Sociedades*, Vol. 4, 2015, pp. 15-29.

- SÁNCHEZ CALERO, F., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, Volumen I, Cizur Menor, Editorial Aranzadi, 2013.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La igualdad de trato de los accionistas: ¿un principio general?”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 35, 2010, pp. 19-32, Aranzadi (BIB 2010\2415).
 - “Algunos cambios en la regulación de la Junta General en el Informe de la Comisión de Expertos (y en el Anteproyecto de Ley de Modificación de la LSC)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, nº 87, 2014.
- SEABRIGHT, P., *The Company of Strangers: A Natural History of Economic Life*, Princeton University Press, 2004. Disponible a 12 de marzo de 2017 en: http://idei.fr/sites/default/files/medias/doc/by/seabright/company_strangers.pdf
- STRINE, L.E., “One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorate Also Act and Think Long Term?”, *Business Lawyer*, Vol. 66, nº 1, 2010, pp. 1-26.
- TAPIA HERMIDA, A.J., “La tipología de los accionistas minoritarios. Referencia a las instituciones de inversión colectiva”, en VV.AA, *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Editorial La Ley, 2014, pp. 45-64.
- URÍA, R. y MENÉNDEZ, A., *Curso de Derecho Mercantil*, Tomo I, Editorial Civitas, 2009.
- VALENZUELA GARACH, F. y VALENZUELA GARACH, J., “Derecho de información del socio”, en VV.AA, *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Editorial La Ley, 2014, pp. 173-239.
- VENTORUZZO, M., “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”, *Instituto Europeo de Gobierno Corporativo (ECGI)*, artículo nº 288/2015, 2015. Disponible a 12 de marzo de 2017 en: <https://ssrn.com/abstract=2574236>.

- VIVES RUIZ, F., “El mercado de control societario”, en CREMADES, J. y PEINADO, J.I. (coord.), *Los accionistas minoritarios*, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2012, pp. 67-77.
- VIVES RUIZ, F. y PÉREZ-ARDÁ, J. (coord.), *La sociedad cotizada*, Madrid, Editorial Marcial Pons, 2006.
- VV.AA, *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Editorial La Ley, 2014.

4. OTROS DOCUMENTOS

❖ *Informes Anuales de Gobierno Corporativo y documentos de organismos oficiales, instituciones y entidades empresariales*

- AMF (Autorité des Marchés Financiers), “Voter en toute connaissance de cause aux assemblées générales des sociétés cotées”, 2014. Disponible a 12 de abril de 2017 en <http://www.amf-france.org/Epargne-Info-Service/Autres-infos-et-guides-pratiques/Investir-en-actions/Les-assemblees-generales-des-societes-cotees-en-bourse.html>
- ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions), “Loi visant à reconquérir l’économie réelle: dispositions relatives au droit de vote doublé, aux OPA et aux AGA”, n° 14-007, marzo de 2014.
- APE (Agence des Participations de l’État), “The Government as Shareholder”, 2015.
- ARCELORMITTAL, “Shareholding Structure”, Disponible a 22 de enero de 2017 en: <http://corporate.arcelormittal.com/investors/corporate-governance/shareholding-structure>. Fecha de consulta: 27/3/2017.
- BLACKROCK, “Key Considerations in the Debate on Differentiated Voting Rights”, *Corporate Governance and Responsible Investment*, 2015. Disponible a 4 de marzo de 2017 en: <https://www.blackrock.com/corporate/en-za/literature/whitepaper/blackrock-the-debate-on-differentiated-voting-rights.pdf>

- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, *Informe de mercado. Resumen del año 2016*, 2017. Disponible a 1 de marzo de 2017 en: <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2016/esp/InformeMercado2016.pdf>
- *Normas técnicas para la composición y cálculo de los índices de Sociedad de Bolsas, S.A.*, 2017. Disponible a 2 de marzo de 2017 en <http://www.bmerv.es/esp/indices/ibex/PreguntasClaveIbex35.aspx>
- CELLNEX TELECOM, “Shareholder Structure”. Disponible a 14 de marzo de 2017 en: <https://www.cellnextelecom.com/en/investor-relations/shareholder-structure/>
- CHAMBRE DE COMMERCE ET D'INDUSTRIE DE PARIS, “Une action = une voix – Faut-il imposer une égalité entre participation au capital et détention du pouvoir?”, 2007.
- COMISIÓN EUROPEA, “Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids”, Bruselas, 2002
 - Comunicación C5-0378-03, “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward”, Bruselas, 2003.
 - *Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study*, 2007.
 - *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007.
 - *Libro Verde 2011-164/201*, 2013.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, Ejercicio 2015. Disponible a 2 de abril de 2017 en: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=21>
- COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB), “Report on Corporate Governance of Italian Listed Companies”, 2016. Disponible a 28 de marzo de 2017 en <http://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2016.pdf/760818e1-cfe5-4006-8c0d-599c2952e4f0>

- ERNST & YOUNG, *Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises* (2013). Disponible a 25 de marzo de 2017 en: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013/\\$FILE/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013/$FILE/EY-Panorama-des-pratiques-de-gouvernance-des-societes-cotees-francaises-2013.pdf)
- EUMEDION CORPORATE GOVERNANCE FORUM, “Statement on Italian Multiple Voting Rights”, 2015. Disponible a 18 de marzo de 2017 en: <https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/letters/2015-02---statement-on-italian-multiple-voting-rights.pdf>.
- IBERDROLA, *Junta General de Accionistas*, 2016. Disponible a 5 de febrero de 2017 en: https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/jga16_MemoriaAplicacion.pdf
- INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, “Stewardship Does Not Benefit From Differential Rights”, *ICGN Viewpoint*, 2015. Disponible a 12 de marzo de 2017 en: <https://www.icgn.org/sites/default/files/Stewardship%20does%20not%20benefit%20from%20differential%20ownership%20rights.pdf>
- MELIA HOTELS INTERNATIONAL, “Gobierno Corporativo”, Disponible a 2 de abril de 2017 en: <http://www.meliahotelsinternational.com/es/accionistas-e-inversores/gobierno-corporativo/>.

❖ **Artículos de prensa**

- CANARD, R., “La légalité du dividende majoré”, *Les Echos*, 3 de mayo de 1993. Disponible en: https://www.lesechos.fr/03/05/1993/LesEchos/16382-086-ECH_la-legalite-du-dividende-majore.htm. Fecha de consulta: 3/4/2017.
- ENRIQUES, L., “Milleproroghe, l’ultimo tentativo di salvare il potere dei salotti buoni”, *Il Fatto Quotidiano*, viernes 26 de diciembre de 2014. Disponible en: <http://www.ilfattoquotidiano.it/2014/12/26/milleproroghe-ultimo-tentativo-per-salvare-i-salotti-buoni/1296573/>. Fecha de consulta: 31/3/2017.

ANEXOS

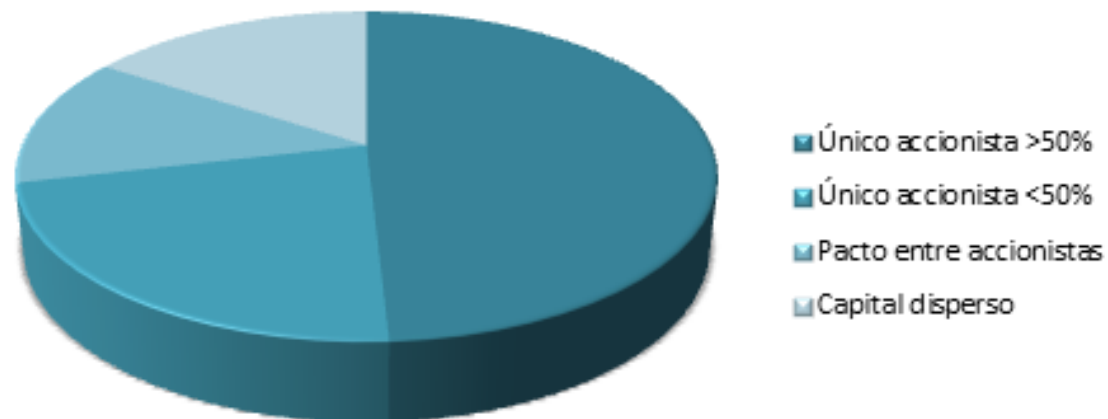
ANEXO I

Síntesis de los resultados del Informe sobre el Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas en Italia (2016)¹⁴⁹

1. PROPIEDAD

De las 234 compañías cotizadas, 115 están controladas por un único accionista que posee más de la mitad de las acciones ordinarias; 52 son controladas por un accionista que ostenta una participación inferior al 50% del capital social; 30 a través de un pacto entre accionistas; el resto son de “capital disperso”, de las cuales en 15 el capital flotante supera el 70% de las acciones ordinarias.

Gráfico 1. Estructura de propiedad de las sociedades cotizadas en Italia



Fuente: elaboración propia con datos de Consob

¹⁴⁹ Report on Corporate Governance of Italian Listed Companies”, *Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob)*, 2016. Disponible en: <http://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2016.pdf/760818e1-cfe5-4006-8c0d-599c2952e4f0>

Se confirma, por tanto, un alto nivel de concentración de la propiedad, si bien el peso de las grandes coaliciones ha disminuido (51 compañías representaban un 12,4% del valor del mercado en 2010, en 2015 30 compañías representan el 6%) y el de las sociedades de capital disperso ha pasado del 20 al 27%.

La mayoría de las cotizadas italianas son propiedad de familias (61,1% del mercado), siendo esto más notorio en las compañías industriales (75%).

Tabla 1. Agente dominante en las sociedades cotizadas italianas por índice bursátil

Índice Agente	Ftse Mib			Mid Cap			Star			Otros			Total		
	nº	% del total	% cap. ¹⁵⁰	nº	% del total	% cap.	nº	% del total	% cap.	nº	% del total	% cap.	nº	% del total	% cap.
Familias	11	30,6	21,8	20	51,3	49,7	49	71,0	72,6	63	70,0	60,5	143	61,1	29,2
Estado	9	25,0	35,7	5	12,8	14,7	3	4,3	2,7	2	2,2	3,8	19	8,1	30,4
Instituciones financieras	-	-	-	3	7,7	5,3	2	2,9	1,5	5	5,6	3,7	10	4,3	0,9
Control mixto	3	8,3	3,3	1	2,6	3,3	2	2,9	6,1	8	8,9	15,0	14	6,0	3,6
Ausencia de dominante	13	36,1	39,2	10	25,6	27,0	13	18,8	17,0	12	13,3	17,1	48	20,5	35,9

Fuente: Consob

¹⁵⁰ Porcentaje de capitalización.

Tabla 2. Agente dominante en las sociedades cotizadas italianas por sector de actividad

Sector	Financiero			Industrial			Servicios			Total		
	Agente	nº	% del total	% cap.	nº	% del total	% cap.	nº	% del total	% cap.	nº	% del total
Familias	16	29,6	9,8	96	75	57,3	31	59,6	18,1	143	61,1	29,2
Estado	1	1,9	4,6	6	4,7	32,7	12	23,1	66,8	19	8,1	30,4
Instituciones financieras	3	5,6	0,9	5	3,9	1,4	2	3,8	0,1	10	4,3	0,9
Control mixto	6	11,1	6,4	5	3,9	3,1	3	5,8	0,2	14	6,0	3,6
Ausencia de dominante	28	51,9	78,3	16	12,5	5,6	4	7,7	14,8	48	20,5	35,9

Fuente: Consob

2. MECANISMOS DE CONTROL

A pesar de la tendencia decreciente que se aprecia desde 2012, en las sociedades cotizadas italianas es frecuente el recurso a las estructuras piramidales y a la emisión de clases diferentes de acciones para disociar capital y derechos de voto.

Tabla 3. Sociedades con mecanismos de control

		nº	% del total	% cap.
2012		55	21,9	34,7
2013		50	20,5	30,1
2014		45	18,9	29,9
2015	financiero	10	18,5	48,1
	industrial	21	16,4	10,8
	servicios	10	19,2	23,9
	total	41	17,5	28,4

Fuente: Consob

3. ACCIONES DE LEALTAD

Desde la reforma, 26 compañías han modificado sus estatutos e introducido acciones de lealtad. Representan aproximadamente un 5% del mercado y normalmente son empresas familiares industriales.

Tabla 4. Acciones de lealtad y acciones de voto múltiple por sector de actividad

	Acciones de lealtad		Acciones de voto múltiple	
	nº	% cap.	nº	%cap.
Financiero	2	0,3	-	
Industrial	17	4,9	1	0,2
Servicios	7	9,1	-	
Total	26	4,9	1	0,1

Fuente: Consob

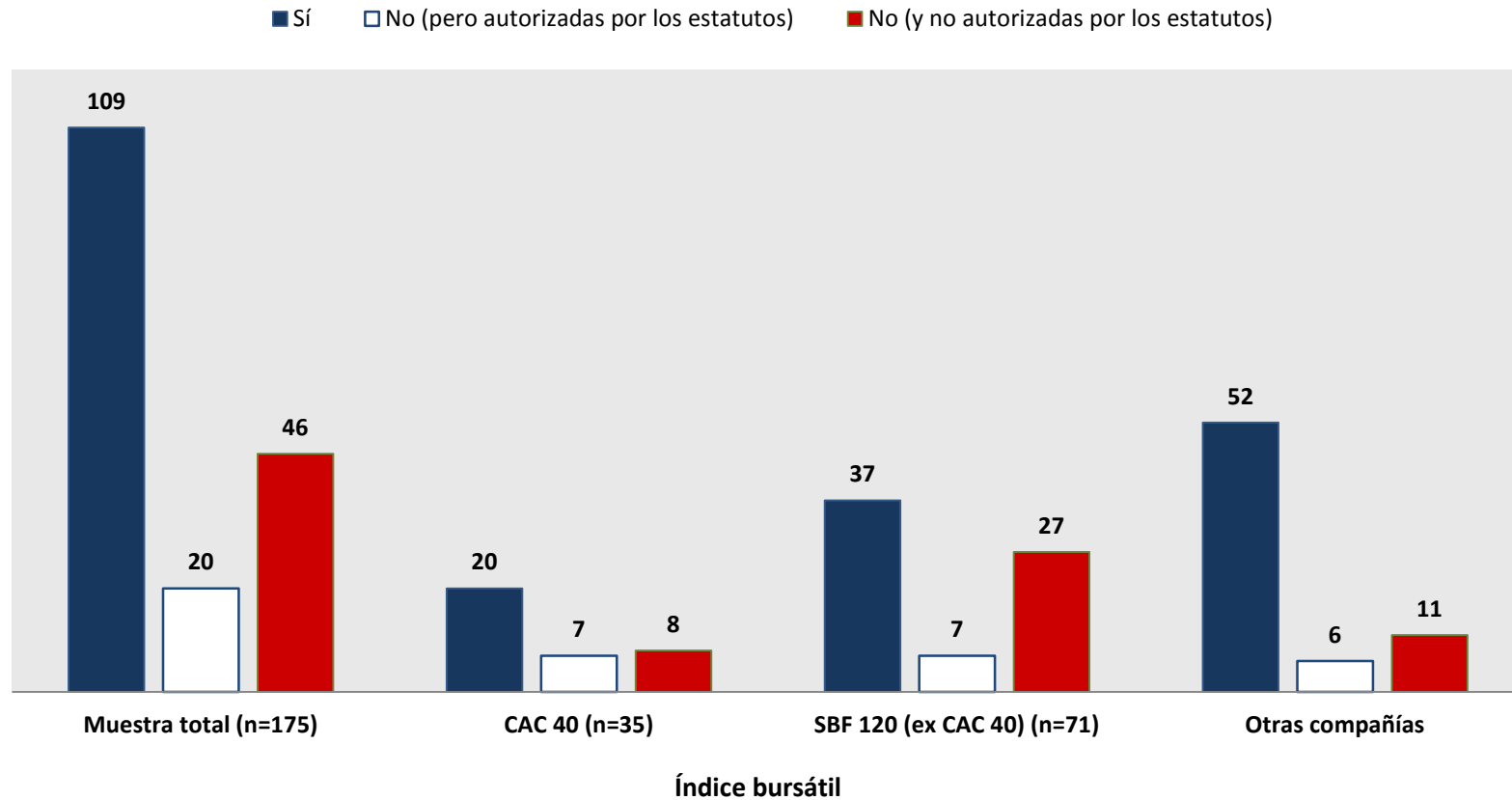
Tabla 5. Acciones de lealtad y acciones de voto múltiple por agente dominante

	Acciones de lealtad		Acciones de voto múltiple	
	nº	% cap.	nº	%cap.
Familias	22	10,9	1	0,3
Instituciones financieras	1	2,4	-	-
Estado	2	3,5	-	-
Ausencia de dominante	1	0	1	0,1
Total	26	4,9	1	0,1

Fuente: Consob

ANEXO II

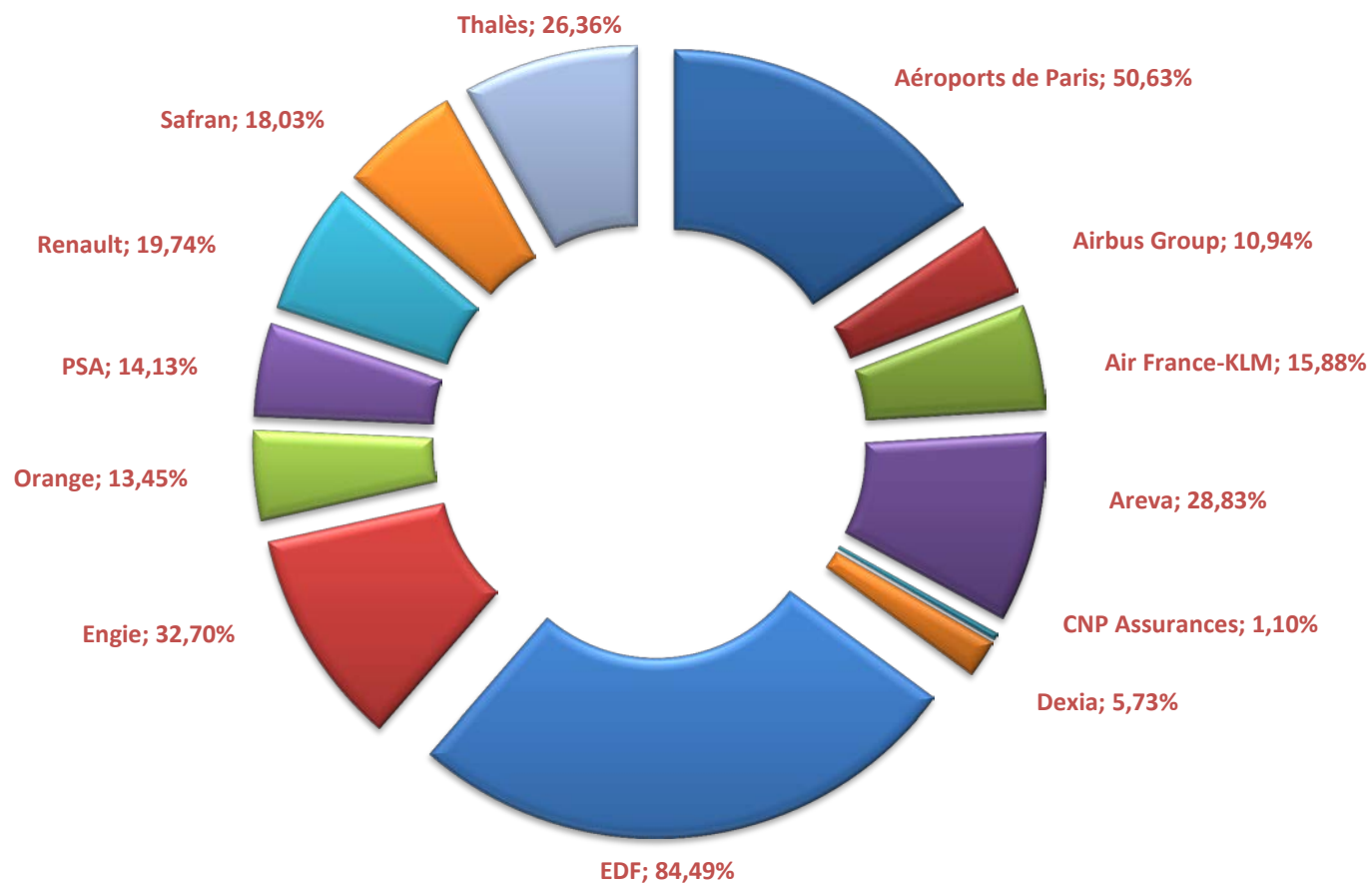
1. COMPAÑÍAS CON ACCIONES DE LEALTAD (DOBLE VOTO) EN FRANCIA:¹⁵¹



¹⁵¹ Los datos están basados en una encuesta realizada por la entidad asesora de voto ISS. Otro estudio, titulado “Equity Ownership and Voting Power of Significant Shareholders at Companies with Double Voting Rights” muestra que, en 109 compañías con acciones de lealtad y accionistas significativos (con una participación superior al 10%), estos últimos poseían de media el 40% de las acciones y controlaban el 50% de los derechos de voto. Citado por HODGSON, P. “Loyalty Shares v. One Share-One Vote: The Florange Act”, *Compliance Week*, Vol. 13, nº 148, 2016, pp. 56-58.

2. PARTICIPACIÓN ESTATAL:

Gráfico 1. Participación del Estado francés en sociedades cotizadas (2016)



Fuente: APE

Notas:

- En Areva controla un 86,52% de los derechos de voto.
- En CNP Assurances controla un 66% de los derechos de voto.
- En Renault controla un 23,22% de los derechos de voto.
- En Orange también posee una participación indirecta del 13,5% a través de BPI France.
- En Thalès controla un 36,51% de los derechos de voto.

ANEXO III

1. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS:

	2014	2015
Accionistas significativos no consejeros	32,7%	33,2%
Participación en manos del consejo	23,1%	22,2%
Acciones propias	1,3%	1,2%
Capital flotante	42,9%	43,4%

Fuente: CNMV (2015)

Distinguimos en la estructura de propiedad de las empresas entre capital cautivo y capital flotante.¹⁵² Podemos observar que para las sociedades cotizadas españolas es concentrada, aunque existe una tendencia alcista en el porcentaje de capital flotante.¹⁵³

¹⁵² Para el cálculo del IBEX 35, el Registro de la CNMV define como capital flotante es el que se encuentra circulando de forma efectiva en el mercado. Por capital cautivo se entenderá: i) las participaciones directas superiores o iguales al 3% del capital y ii) las participaciones directas que posean los miembros del Consejo de Administración con independencia de su cuantía. BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, *Normas técnicas para la composición y cálculo de los índices de Sociedad de Bolsas, S.A.*, 2017.

¹⁵³ Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, CNMV, Ejercicio 2015. P. 24.

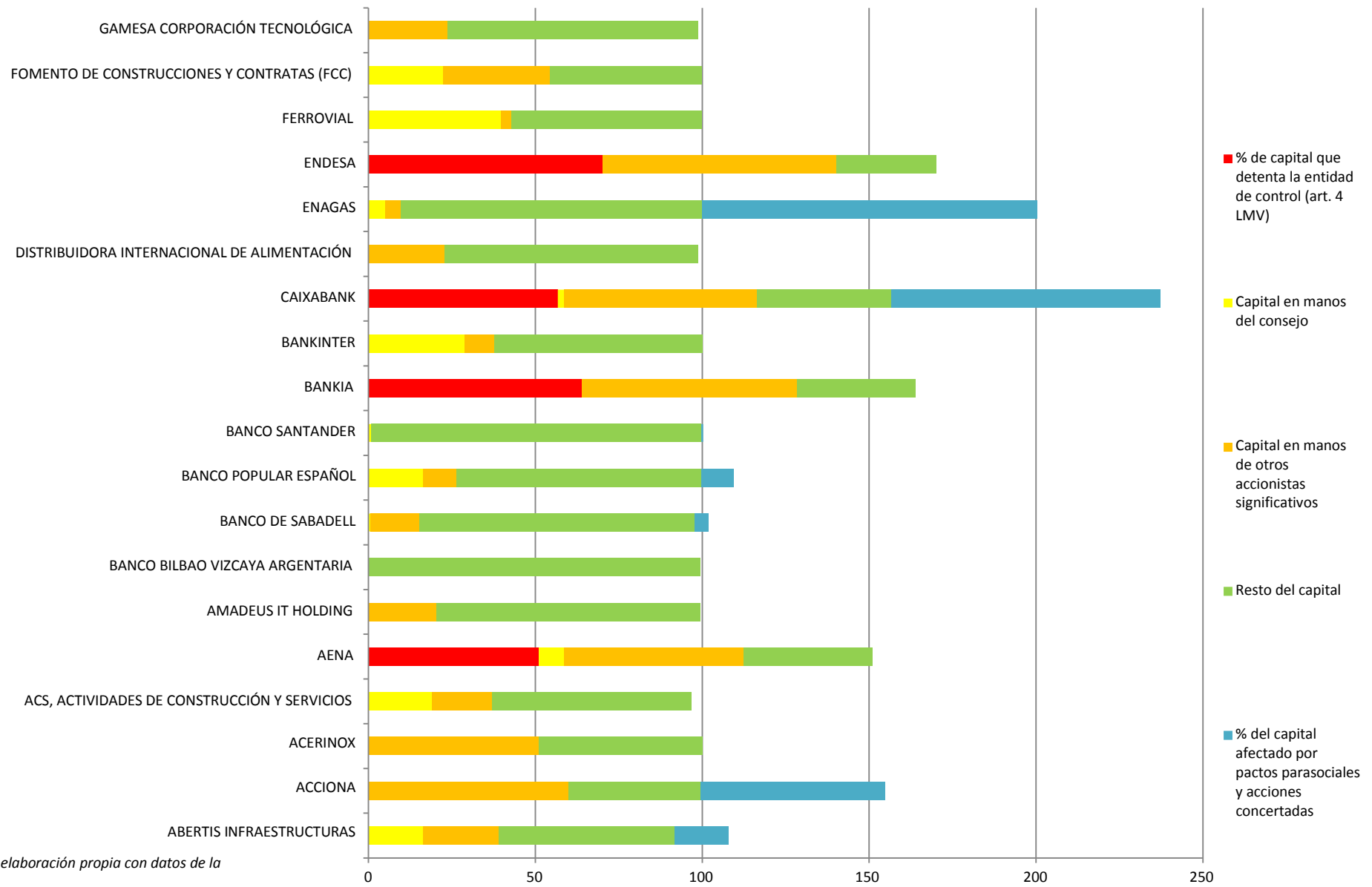
2. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35

Entidades	% de capital que detenta la entidad de control (art. 4 LMV)	Capital en manos del consejo	Capital en manos de otros accionistas significativos	Resto del capital	% del capital afectado por pactos parasociales y acciones concertadas	Capital Social (miles €)
1 ABERTIS INFRAESTRUCTURAS		16,41	22,67	52,67	16,06	2.829.661
2 ACCIONA		0,13	59,80	39,52	55,23	57.260
3 ACERINOX		0,03	50,88	49,09		66.677
4 ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS		19,08	17,99	59,78		157.332
5 AENA	51,00	7,71	53,69	38,6		1.500.000
6 AMADEUS IT HOLDING	0	0,09	20,31	79,1		4.388
7 BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	0	0,06	0	99,33		3.119.673
8 BANCO DE SABADELL	0	0,60	14,71	82,58	3,97	679.906
9 BANCO POPULAR ESPAÑOL		16,42	9,99	73,29	9,65	1.082.538
10 BANCO SANTANDER		0,82	0	98,9	0,51	7.217.246
11 BANKIA	64,10	0,01	64,23	35,41		9.213.863
12 BANKINTER		28,85	8,81	62,33		269.660
13 CAIXABANK	56,76	1,86	57,76	40,29	80,6	5.823.990
14 DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN		0,18	22,56	75,95		62.246
15 ENAGAS		5,02	4,62	90,36	100,3	358.101
16 ENDESA	70,14	0,00	70,1	29,9		1.270.503
17 FERROVIAL		39,72	3,02	57,13		146.442
18 FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS (FCC)		22,47	31,83	45,54		260.572

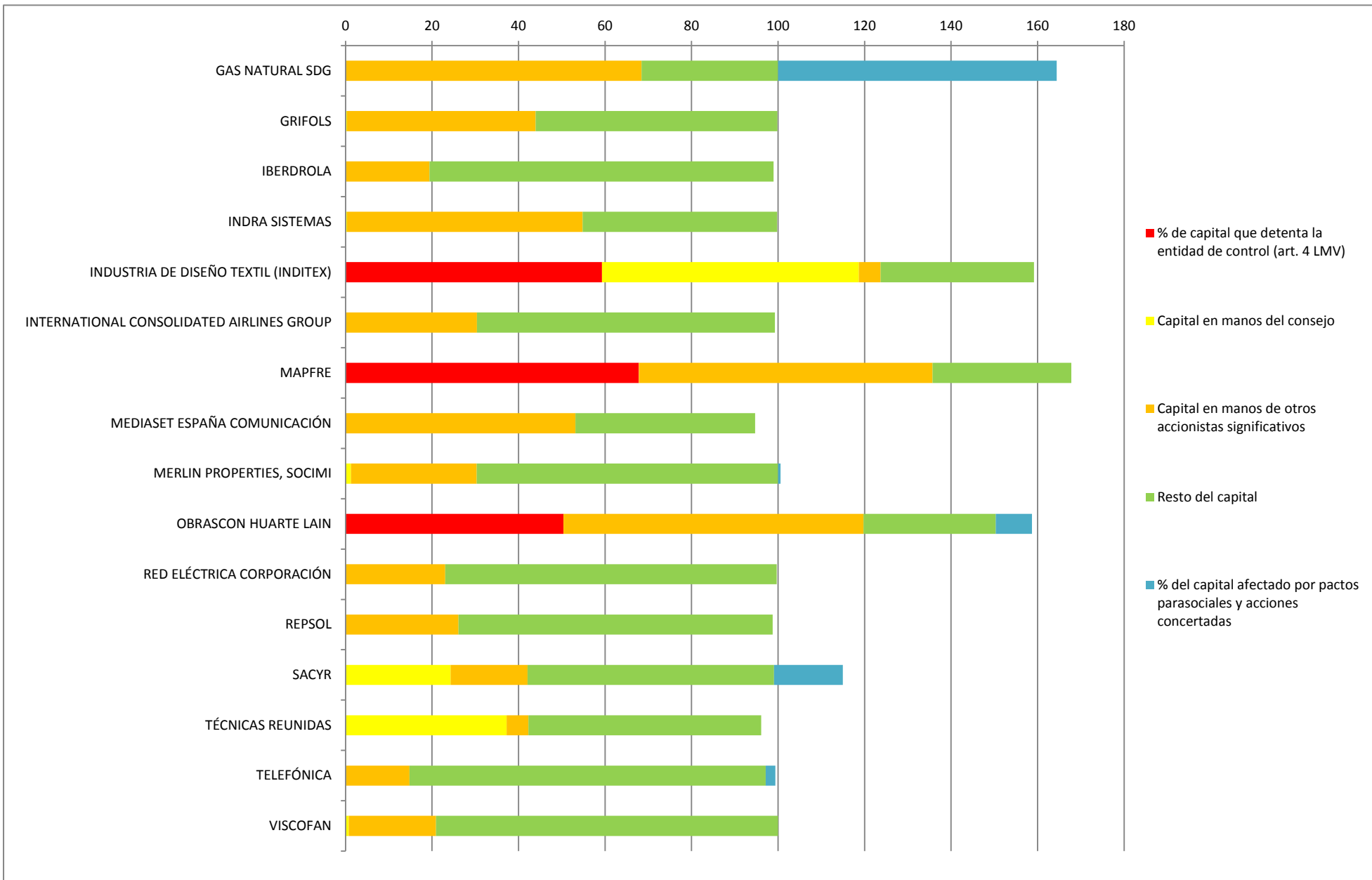
-Para la elaboración de esta tabla hemos extraído los datos del último Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. A 2/04/2017, este era el más reciente publicado por la CNMV, perteneciente al ejercicio 2015 (enlace en bibliografía). Nuestro objetivo con este Anexo es ofrecer una visión general de la estructura de propiedad de las empresas del IBEX.

	Entidades	% de capital que detenta la entidad de control (art. 4 LMV)	Capital en manos del consejo	Capital en manos de otros accionistas significativos	Resto del capital	% del capital afectado por pactos parasociales y acciones concertadas	Capital Social (miles €)
19	GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA		0,05	23,8	74,99		47.476
20	GAS NATURAL SDG		0,01	68,45	31,54	64,44	1.000.689
21	GRIFOLS		0,35	43,61	55,87		119.604
22	IBERDROLA		0,15	19,24	79,55		4.752.653
23	INDRA SISTEMAS		0,31	54,51	44,97		32.827
24	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL (INDITEX)	59,29	59,35	5,05	35,49		93.500
25	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP		0,18	30,2	68,9		1.020.039
26	MAPFRE	67,83	0,04	67,83	32,1		307.955
27	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN		0,01	53,14	41,53		203.431
28	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI		1,25	29,07	69,68	0,58	323.030
29	OBRASCON HUARTE LAIN	50,4	0,01	69,36	30,54	8,37	179.255
30	RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN		0,00	23,07	76,61		270.540
31	REPSOL		0,05	26,04	72,66		1.400.361
32	SACYR		24,30	17,79	56,97	15,89	517.431
33	TÉCNICAS REUNIDAS		37,26	5,02	53,82		5.590
34	TELEFÓNICA		0,16	14,64	82,35	2,24	4.975.199
35	VISCOFAN		0,76	20,16	79,08		32.623
N.I.	ARCELORMITTAL	37,38		5,62	56,67		3.065.711
N.I.	CELLNEX	34	0,028	29,17	86,80		57.921
N.I.	MELIA HOTELS	51,99	0,003	22,58	25,43		45.940

-Las celdas en rojo no pertenecen al índice en 2017. Las nuevas incorporaciones (N.I) se encuentran al final de la tabla. Los datos de estas compañías han sido extraídos de sus respectivos Informes Anuales de Gobierno Corporativo para el año 2016 o de su página web (referencia en bibliografía).

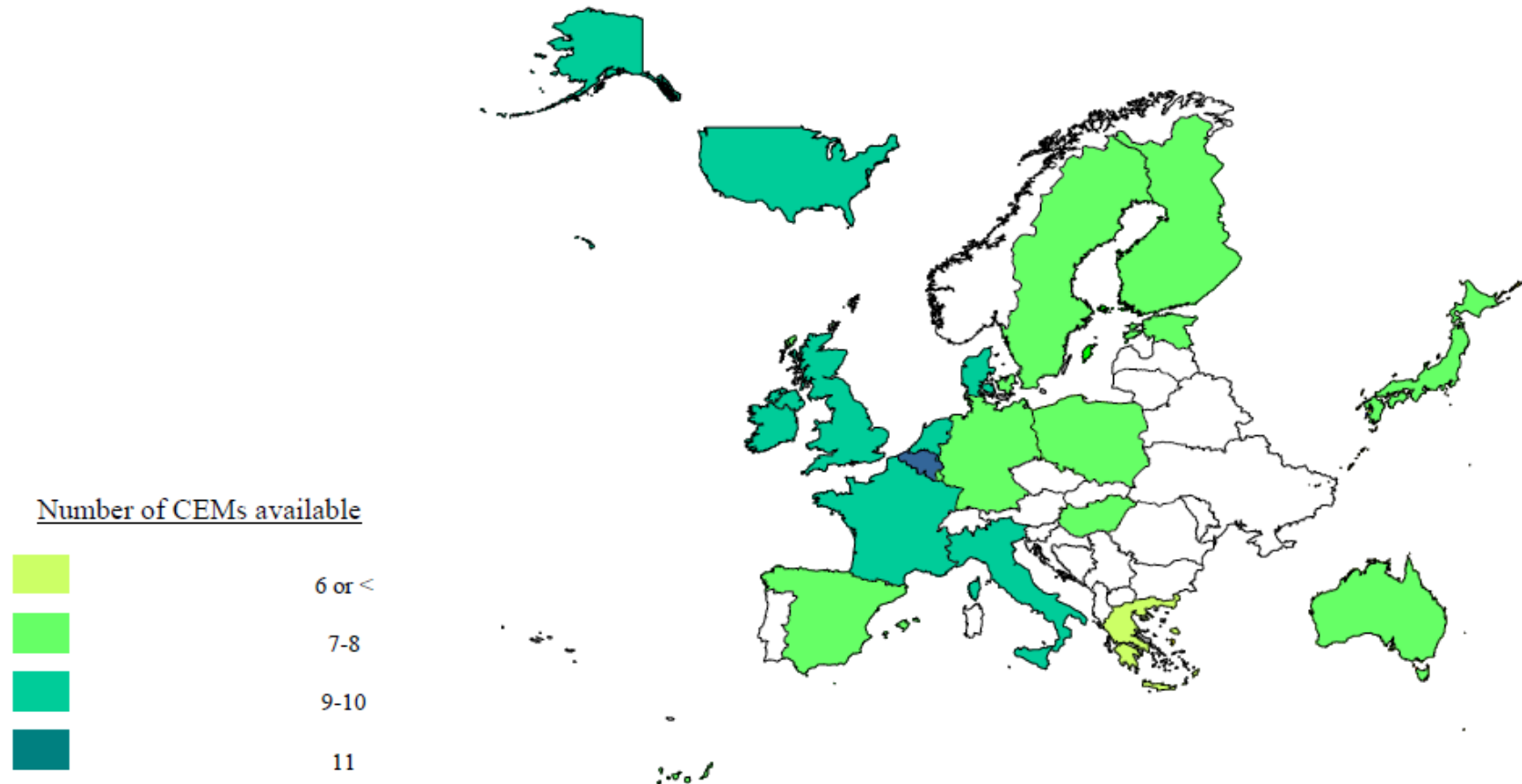


Fuente: elaboración propia con datos de la CNMV



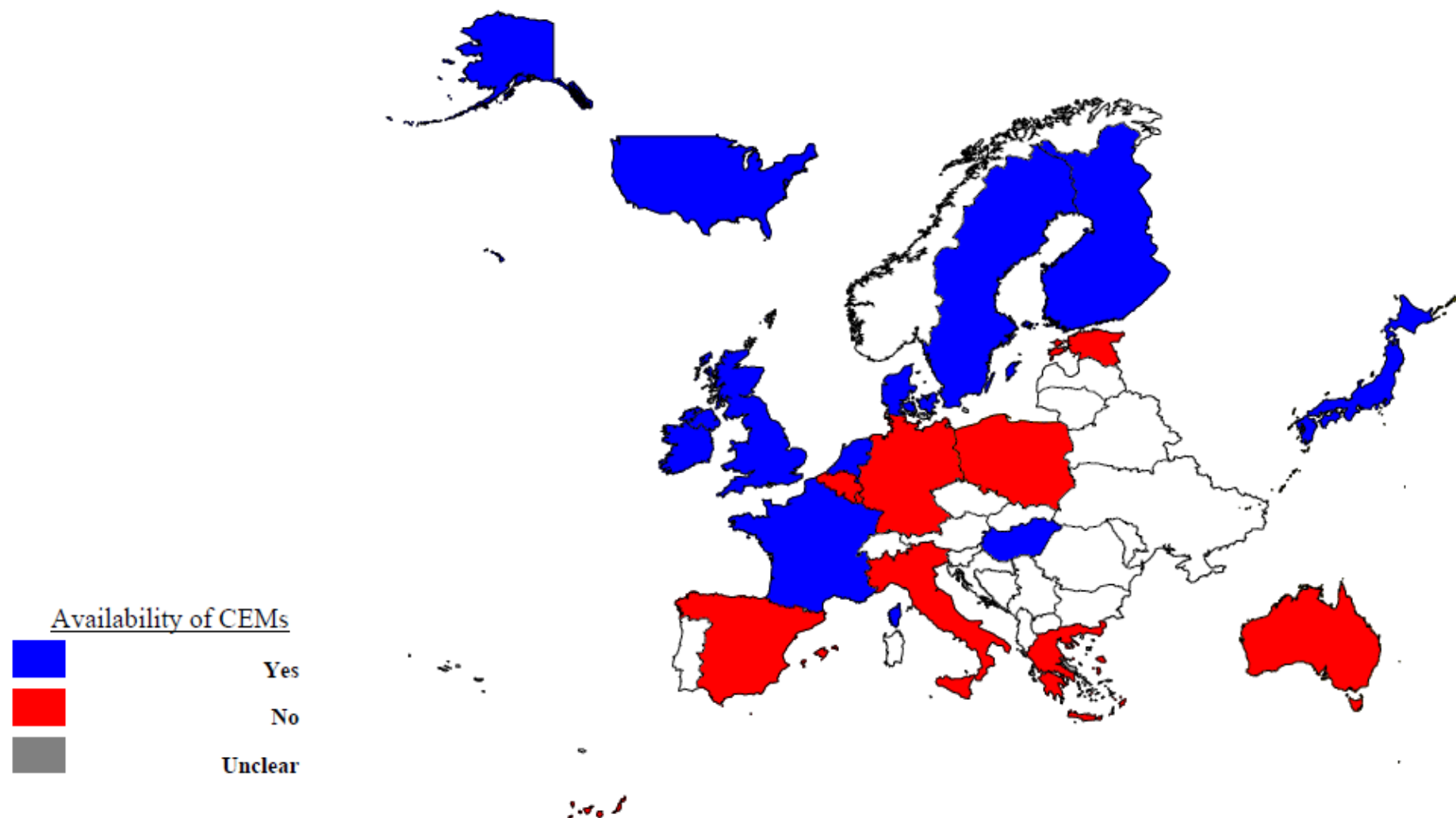
ANEXO IV

1. NÚMERO DE MECANISMOS DE CONTROL POR JURISDICCIÓN



Fuente: Comisión Europea (2007)

2. PAÍSES CON ACCIONES DE VOTO MÚLTIPLE (2007):



Fuente: Comisión Europea (2007)