



FACULTAD DE DERECHO

**LAS ACCIONES DE LEALTAD: UNA NUEVA  
ALTERNATIVA EN EL DERECHO DE  
SOCIEDADES**

Autor: Inés Colás Ybáñez

5º E3 A

Derecho Mercantil

Tutor: Rafael Sebastián Quetglas

## **RESUMEN.**

Este trabajo analiza las acciones de lealtad como nuevo mecanismo de desviación del principio de proporcionalidad “una acción-un voto” en la defensa frente al cortoplacismo, siendo este último, consecuencia del cambio experimentado por el tradicional activismo accionarial hacia un activismo especulativo. En este sentido, las acciones de lealtad constituyen una nueva forma de retribuir a los accionistas más estables, fomentado así la mayor involucración de estos en la sociedad. Por tanto, el trabajo pretende realizar un análisis acerca de la idoneidad de las acciones de lealtad presentando sus características y utilidades, para posteriormente exponer el desarrollo que las mismas han experimentado en la Unión Europea. Finalmente, se realiza un análisis exhaustivo de la regulación francesa e italiana respecto a la utilización de las acciones de lealtad, de manera que pueda servir de base para una posible incorporación de las mismas al ordenamiento español.

**Palabras clave:** acciones de lealtad, acciones de voto múltiple, mecanismos de control reforzado, cortoplacismo, oferta pública de adquisición.

## **ABSTRACT.**

This paper analyzes the loyalty shares as a new mechanism of deviation from the proportionality principle "one share-one vote" in defense against short-termism, being the latter the consequence of the change experienced by the traditional shareholder activism towards a speculative activism. In this sense, loyalty shares constitute a new way of rewarding stable shareholders, thus fostering their greater involvement in the company. Therefore, the paper intends to conduct an analysis about the suitability of the loyalty shares by presenting their characteristics and utilities, to subsequently expose the development they have experienced in the European Union. Finally, an exhaustive analysis of the French and Italian regulation regarding the use of loyalty shares is performed, so that it can serve as a basis for a possible incorporation of them to the Spanish legal system.

**Keywords:** loyalty shares, multiple voting rights shares, control enhancing mechanisms, short-termism, takeover bid.

## Índice

1.	INTRODUCCIÓN.....	1
1.1.	Estado de la cuestión.....	1
1.2.	Justificación.....	4
1.3.	Objetivos.....	4
1.4.	Metodología.....	5
1.5.	Estructura del trabajo.....	5
2.	LAS ACCIONES DE LEALTAD: ¿UNA SOLUCIÓN A LOS DESAFÍOS EN EL DERECHO DE SOCIEDADES?.....	6
2.1.	Breve aproximación al concepto.....	6
2.2.	Las acciones de lealtad como mecanismo frente al cortoplacismo.....	8
2.3.	Las acciones de lealtad como medida de defensa anti-OPA.....	12
2.4.	Ventajas y desventajas de las acciones de lealtad.....	16
3.	ENCAJE DE LAS ACCIONES DE LEALTAD EN EL MARCO INSTITUCIONAL EUROPEO.....	20
4.	DERECHO COMPARADO EUROPEO.....	30
4.1.	El doble voto en Francia: La <i>Loi Florange</i> .....	30
4.2.	El voto <i>maggiorato</i> o reforzado en Italia: El <i>Decreto Competitività</i> .....	34
5.	LAS ACCIONES DE LEALTAD: ¿UNA ALTERNATIVA PARA EL DERECHO ESPAÑOL?.....	37
5.1.	Antecedentes.....	37
5.2.	El principio “una acción-un voto” en el Derecho español.....	38
5.3.	Posibles alternativas en la incorporación de las acciones de lealtad.....	39
5.3.1.	<i>Configuración a través de la creación de diferentes clases de acciones</i> .....	39
5.3.2.	<i>Configuración sin creación de clases de acciones</i> .....	40
6.	CONCLUSIONES.....	42
7.	BIBLIOGRAFÍA.....	44

## Listado de abreviaturas

BOE	Boletín Oficial del Estado
Cco	<i>Code de Commerce</i>
CE	Comisión Europea
CEM	<i>Control enhancing mechanisms</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COM	<i>Commission</i>
CONSOB	<i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i>
DO	Diario Oficial
ECGI	<i>European Corporate Governance Institute</i>
GU	<i>Gazzetta Ufficiale</i>
ISS	<i>Institutional Shareholders Services</i>
JURI	Comisión de Asuntos Jurídicos
LSC	Ley de Sociedades de Capital
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OPA	Oferta pública de adquisición
OPV	Oferta pública de venta
SEC	Secretaría
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
TUF	<i>Testo Unico della Finanza</i>
UE	Unión Europea

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1. Estado de la cuestión

Una de las características fundamentales en el funcionamiento de las sociedades consiste en la separación entre la propiedad y el control en las mismas<sup>1</sup>. Esto es, son los accionistas quienes ostentan la propiedad a través de las acciones obtenidas como contraprestación a sus aportaciones en el capital social; si bien, son los administradores quienes ejercen el control sobre la compañía a través de la gestión de la misma.

Sin embargo, ello no obsta a los accionistas para gozar de cierto poder de control sobre la empresa ya que, entre los derechos que la titularidad de la acción les confiere en su condición de socios, se encuentra el derecho de voto sobre asuntos corporativos importantes<sup>2</sup>.

En este sentido, conforme al conocido principio de proporcionalidad “una acción-un voto”<sup>3</sup>, aquellos accionistas que realicen idéntica inversión en tanto que aportación en el capital social, deben gozar de los mismos derechos de voto en relación a la toma de decisiones en la sociedad. La fundamentación de dicho principio se encuentra en que, aquel socio que decide asumir mayor riesgo realizando una mayor inversión, goza de un mayor poder de influencia a la hora de tomar decisiones que afecten a la compañía.

No obstante, dicho principio queda desvirtuado al entender el mismo como norma dispositiva, cuya máxima expresión se encuentra en el principio de autonomía de la voluntad<sup>4</sup>. Así, resulta frecuente la existencia de mecanismos en los diferentes países de la Unión Europea que dan lugar a una disociación entre los derechos de propiedad y de control que ostentan los accionistas; lo que supone una ruptura del anteriormente mencionado principio de proporcionalidad. Son los llamados mecanismos de mejora del

---

<sup>1</sup> VELASCO, J., “The Fundamental Rights of the Shareholder”, *Scholarly Works*, n. 311, 2006, p. 416.

<sup>2</sup> BURKART, M. y LEE, S., “The One Share-One Vote Debate: A Theoretical Perspective”, *ECGI Finance Working Paper*, n. 176/2007, p. 1; VELASCO, J., “The Fundamental Rights of the Shareholder”, *op. cit.*, p. 416.

<sup>3</sup> GROSSMAN, S.J. y HART, O.D., “One share-one vote and the market for Corporate control”, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, pp. 175-202.

<sup>4</sup> FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017, p. 24.

control accionarial –CEMs (*control enhancing mechanisms*)–. Dentro de tales instrumentos, encuentran su encaje los mecanismos de atrincheramiento, es decir, aquellos cuyo fundamento reside en una concentración del poder en la minoría. Concretamente, conviene destacar las acciones con derechos de voto múltiple (*multiple voting rights shares o dual-class shares*) como instrumento, según el cual, una empresa emite acciones otorgando distintos derechos de voto basados en una inversión de igual valor<sup>5</sup>.

En este contexto, ha tenido lugar en los últimos años en Europa, un debate acerca de la posible conveniencia de volver a una aplicación más estricta del principio de proporcionalidad<sup>6</sup>. Así, el fin último de la Comisión Europea sería fortalecer los derechos de los accionistas, mejorar la protección de los inversores, así como fomentar la eficiencia y la competitividad de las empresas<sup>7</sup>.

Sin embargo, dicho proyecto no se ha visto materializado, siendo el fiel reflejo de la conclusión a la que se llegó en los estudios encargados por la Comisión Europea en el año 2007<sup>8</sup>, según los cuales, no existe una evidencia teórica ni empírica que sostenga que la regla de la proporcionalidad contribuye a una mayor eficiencia en el funcionamiento del sistema de gobierno corporativo<sup>9</sup>.

---

<sup>5</sup> *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, elaborado por el *Institutional Shareholder Services (ISS)* en colaboración con *Shearman & Sterling LLP* y el *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, de mayo de 2007, p. 7.

<sup>6</sup> *Vid.* GANDÍA, 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*, n. 65, 2016, p. 178. En él se expone la dificultad de llevar el principio de proporcionalidad a su extremo ya que, ello supone: (i) ninguna acción sin voto, (ii) ningún voto sin acción, y (iii) no más de un voto por acción.

<sup>7</sup> Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, *Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea – Un plan para avanzar*, Bruselas, 21 de mayo de 2003, COM (2003), 284 final.

<sup>8</sup> BURKART, M. y LEE, S., “The One Share-One Vote Debate: A Theoretical Perspective”, *op. cit.*; ADAMS, R. y FERREIRA, D., “One Share, One Vote: The Empirical Evidence”, *ECGI Finance Working Paper*, n. 177/2007.

<sup>9</sup> SÁEZ LACAVE, M.I., “Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto”, *InDret: Revista para el análisis del Derecho*, n. 1, 2011, p. 4. Así, una definición de gobierno corporativo se encuentra en la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, *Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea – Un plan para avanzar*, *op. cit.*, p. 12: “el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas”.

En este sentido, un estudio realizado por *Deminor Rating* en el año 2005 concluía que, un 35% de las 300 principales empresas europeas se desviaban del principio “una acción-un voto”<sup>10</sup>. Dicho porcentaje se vio elevado al 44% en el estudio realizado por el *Institutional Shareholders Services (ISS)* en colaboración con *Shearman & Sterling LLP* y el *European Corporate Governance Institute (ECGI)* en 2007 sobre una muestra de 464 empresas en 16 países miembros<sup>11</sup>. Por tanto, se puede observar un creciente aumento en la utilización de dichos mecanismos de control y, por ende, un distanciamiento del tradicional principio de proporcionalidad.

Con todo ello, la doctrina<sup>12</sup> mantiene posiciones enfrentadas en aras a una mayor o menor flexibilización en torno a la proporcionalidad entre derecho de voto y participación en el capital social. Además, existen diferencias dentro de cada uno de los países de la Unión Europea en relación a los mecanismos de control utilizados, así como la intensidad en su utilización por parte de las sociedades cotizadas<sup>13</sup>.

Por otro lado, los estudios realizados en torno a esta materia se han centrado fundamentalmente en analizar las desviaciones del principio “una acción-un voto” desde un punto de vista económico y en base a los tradicionales instrumentos de control existentes en las diferentes legislaciones nacionales.

Sin embargo, recientemente ha cobrado importancia una modalidad propia de la categoría de acciones de voto plural, son las denominadas acciones de lealtad o *loyalty shares*, las cuales circunscriben un mayor derecho de voto o de dividendo al mantenimiento de las acciones durante un período de tiempo prefijado en sede estatutaria –llamado *loyalty period*–.

---

<sup>10</sup> DEMINOR RATING, *Application of the one share-one vote principle*, de marzo de 2005.

<sup>11</sup> ISS, SHEARMAN & STERLING LLP y ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, *op. cit.*, p. 6.

<sup>12</sup> Así, en Europa algunos autores mantienen una postura a favor del principio de proporcionalidad: PAJUSTE, A., “Determinants and consequences of the unification of dual-class shares”, *ECB Working Paper*, n. 465, 2005. Mientras que, otros mantienen la defensa de los mecanismos de desviación: GANDÍA, 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”, *op. cit.*

<sup>13</sup> ISS, SHEARMAN & STERLING LLP y ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, *op. cit.*, p. 16.



## 1.2. Justificación

Con todo lo expuesto, mi motivación principal con la realización del presente trabajo se basa en mi objetivo de poder aportar al ámbito jurídico un análisis acerca de las acciones de lealtad dado que, se trata una cuestión de actualidad y que, además, se encuentra en el centro del debate sobre el Derecho de sociedades en Europa y, –más concretamente– sobre el gobierno corporativo en las sociedades cotizadas. Todo lo anterior, añadido a la posibilidad de alcanzar una amplia comprensión acerca del tema objeto de estudio, de manera que, me permita el desarrollo de cierta capacidad argumentativa y crítica al respecto.

Por tanto, este trabajo resulta novedoso no sólo porque realiza un análisis de las acciones de lealtad o *loyalty shares*<sup>14</sup>, cuyo debate es relativamente reciente; sino porque también aborda dicho debate a través del estudio de diferentes regímenes legales y la posterior comparativa entre ellos, añadiendo, pues, cierta orientación práctica y análisis crítico.

## 1.3. Objetivos

Por tanto, el principal objetivo de este trabajo consiste en analizar el funcionamiento y el encaje de las acciones de lealtad en el actual contexto societario. Por un lado, con respecto al funcionamiento, se pretende estudiar los efectos que las mismas producen en determinadas cuestiones –como son las ofertas públicas de adquisición o el problema del cortoplacismo–. Por otro lado, en lo relativo a su encaje en el Derecho de sociedades, se analizan las diferentes regulaciones que las incorporan para que así, sirvan de base y de referencia a otros ordenamientos en los que se plantee la posible introducción de las mismas. Asimismo, una vez realizado un análisis exhaustivo sobre el mecanismo de las acciones de lealtad, se pretenden plantear posibles alternativas que podrían existir para España con respecto a la introducción de las acciones de lealtad o de un mecanismo similar en el ordenamiento jurídico.

---

<sup>14</sup> El trabajo se centrará fundamentalmente en el análisis de las *loyalty shares* con derechos de voto reforzados.

#### **1.4. Metodología**

La metodología utilizada en la presente investigación se centra fundamentalmente en una revisión de la literatura, así como en la utilización de textos legales e institucionales que sirvan de referencia y de apoyo para la correcta comprensión del tema objeto de estudio, además de, para la formación de una opinión crítica y fundamentada que dote de mayor riqueza a la presente aportación.

#### **1.5. Estructura del trabajo**

El presente trabajo consta de seis epígrafes, estructurándose de la siguiente manera: en el *epígrafe 1*, se realiza una introducción del trabajo de investigación. En el *epígrafe 2*, se lleva a cabo una aproximación al concepto de las acciones de lealtad, para posteriormente analizar dicho instrumento como posible solución ante los desafíos a los que debe hacer frente actualmente el Derecho de sociedades. En el *epígrafe 3*, se presenta la evolución que, a nivel comunitario, han experimentado los mecanismos de control –con una referencia concreta a las acciones de lealtad–, así como el marco legal actual. En el *epígrafe 4*, se realiza un exhaustivo análisis de los regímenes jurídicos de Italia y Francia, donde se encuentran implementadas dichas acciones de lealtad; estudiándose en el *epígrafe 5*, su posible viabilidad en el ordenamiento español. Finalmente, se expondrán una serie de conclusiones que puedan servir de base para futuras investigaciones.

## 2. LAS ACCIONES DE LEALTAD: ¿UNA SOLUCIÓN A LOS DESAFÍOS EN EL DERECHO DE SOCIEDADES?

### 2.1. Breve aproximación al concepto

A pesar de la somera definición realizada en líneas anteriores, conviene resaltar que, con las acciones de lealtad o *loyalty shares* se pretende favorecer la implicación y permanencia de los accionistas en la sociedad, de manera que se garantice una mayor estabilidad en la gestión, así como la creación de valor en el largo plazo<sup>15</sup>.

En este sentido, siendo las acciones de lealtad una modalidad dentro de la categoría de las acciones de voto plural, cabe observar que, si bien ambos tipos de acciones traen como resultado una ruptura de la proporcionalidad entre propiedad y control; el fundamento de las *loyalty shares* es bien distinto al de las acciones con derecho de voto múltiple ya que, en lugar de buscar que el control se concentre fundamentalmente en los socios fundadores que no quieren perder capacidad de decisión en la sociedad; las acciones de lealtad se centran en que el control quede en manos de aquellos accionistas que hayan demostrado un mayor compromiso con la empresa.

Siguiendo la comparativa con las acciones de voto múltiple, éstas últimas llevan incorporadas en el propio título el privilegio de voto, de lo que se puede desprender que, las mismas deben formar una clase especial de acciones, dando lugar a la llamada *doble estructura accionarial*<sup>16</sup>; sin embargo, las acciones de fidelidad no constituyen en sí mismas una nueva clase de acciones –no siendo necesaria la celebración de Junta Especial para aquellos asuntos que afecten a sus derechos–, sino que consisten en una forma de retribución para aquellos accionistas que, como consecuencia del mantenimiento de su participación, contribuyen a generar una mayor estabilidad en el accionariado. Por ello, dicho privilegio se encuentra vinculado directamente a la persona del socio, y no al título accionarial. El tratamiento jurídico de las mismas será objeto de estudio en epígrafes

---

<sup>15</sup> GANDÍA, 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”, *op. cit.*, p. 176; FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op. cit.*, p. 28.

<sup>16</sup> SÁEZ LACAVE, M.I., “Análisis económico de las cláusulas estatutarias de reconversión de acciones - voto múltiple/ordinarias- y doble estructura accionarial”, *Cuadernos de la Cátedra Garrigues*, vol. 4, 2015, p. 16.

posteriores. Sin embargo, como primera aproximación, parece intuitiva la idea de que, la venta de las acciones de lealtad supone la pérdida del privilegio de voto<sup>17</sup>.

Todo ello supone también cierta dificultad en la gestión y coordinación del control del número de votos de los que es titular el accionista en cada momento, para lo cual resulta necesaria la implementación de medidas de transparencia, de manera que, se facilite el acceso a dicha información<sup>18</sup>.

Asimismo, el hecho de que las acciones de lealtad no constituyan una clase de acciones en sí mismas, no impide limitarlas a una clase de acciones que tenga atribuidos diferentes derechos (como, por ejemplo, económicos), ni tampoco a determinados asuntos o someter su eficacia a condiciones adicionales<sup>19</sup>.

Es importante notar que, en ningún caso, se produce una vulneración del principio de igualdad de trato de los accionistas en el Derecho de sociedades –asumido como principio general– ya que, su redacción parte de una premisa, ésta es, idénticas condiciones y circunstancias entre los socios. Y, como se ha mencionado anteriormente, el derecho de voto reforzado en las acciones de lealtad se encuentra ligado a la persona del socio. De manera que, se trata de un privilegio que todos los accionistas pueden adquirir si mantienen las acciones por el período de tiempo establecido.

En relación con el principio de igualdad de trato de los accionistas –y concretamente con la protección de los accionistas minoritarios–, cabe destacar la sentencia *Audiolux*<sup>20</sup> de 15 de octubre de 2009 en la que el Tribunal de Justicia (TJUE) establece en el *apartado 64*:

---

<sup>17</sup> GANDÍA, 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”, *op. cit.*, p. 189.

<sup>18</sup> ISS, SHEARMAN & STERLING LLP y ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, *op. cit.*, p. 27.

<sup>19</sup> GANDÍA, 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”, *op. cit.*, p. 189.

<sup>20</sup> Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala 4ª), de 15 de octubre de 2009 (asunto C-101/08); SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La paridad de trato de los accionistas y la Sentencia Audiolux del Tribunal de Justicia de la Unión Europea”, *El Blog de Juan Sánchez-Calero Guilarte*, 2009 (disponible en <http://jsanchezcalero.com/la-paridad-de-trato-de-los-accionistas-y-la-sentencia-audiolux-del-tribunal-de-justicia-de-la-union-europea/>; última consulta 12/04/2018).

[...] el Derecho comunitario no contiene ningún principio general de Derecho según el cual los accionistas minoritarios estén protegidos por la obligación del accionista dominante que toma el control de una sociedad o que lo ejerce de ofrecer a aquéllos la posibilidad de comprar sus acciones en condiciones idénticas a las convenidas con ocasión de la toma de una participación que confiera el control del accionista dominante o que lo refuerce.

Y añade que, las normas en las que se recoge dicho principio se refieren a situaciones concretas.

## **2.2. Las acciones de lealtad como mecanismo frente al cortoplacismo**

En los últimos años, está teniendo lugar una creciente preocupación en los mercados financieros sobre la cada vez más intensa implementación de estrategias cortoplacistas, así como su posible impacto en la creación de valor a largo plazo de las empresas para sus accionistas; preocupación que, con la crisis financiera mundial iniciada en 2007, no se ha visto sino incrementada<sup>21</sup>. Y, como no puede ser de otra manera, este fenómeno ha tenido su consiguiente reflejo en el ámbito legal con recientes iniciativas, las cuáles serán objeto de análisis más adelante.

Ello se debe principalmente a un cambio en el tradicional activismo accionarial, donde los inversores institucionales actuaban mediante su participación en el capital de las sociedades cotizadas, con el fin de influir en la toma de decisiones de las mismas. Sin embargo, el mismo no resultaba eficaz para la obtención de los resultados pretendidos. Así, dicho activismo accionarial se puede definir como las acciones de un accionista o de un grupo de accionistas con el objetivo de generar cambios en una sociedad cotizada sin intentar obtener el control<sup>22</sup>.

En este sentido, en el Informe llevado a cabo por el *Institutional Shareholders Services (ISS)* en colaboración con *Shearman & Sterling LLP* y el *European Corporate Governance Institute (ECGI)* en 2007, se puso de manifiesto la negativa percepción que

---

<sup>21</sup> DELVOIE, J. y CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares”, *Law and Financial Markets Review*, vol. 9, n. 1, 2015, p. 19.

<sup>22</sup> PACCES, A.M., “Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive”, *ECGI Law Working Paper*, n. 353/2017, p. 3.

los inversores institucionales tienen acerca de los mecanismos de control reforzado<sup>23</sup>. Ello resulta evidente dada la influencia que dichos instrumentos tienen en la toma de decisiones y, por ende, en el funcionamiento y desarrollo de la compañía. Así, en el estudio quedó reflejado que, entre un 58% y un 92% de los inversores toman en consideración la existencia de mecanismos de control en sus decisiones de inversión; siendo las acciones de voto plural –entre las que se encuentra la modalidad de las acciones de lealtad– aquellas que influyen más en dichas decisiones.

Sin embargo, el actual e incipiente activismo accionario, más conocido como *entrepreneurial shareholder activism*, se caracteriza por el papel de los *hedge funds* como principales inversores institucionales. En este sentido, y a diferencia del anteriormente mencionado tradicional activismo accionario; el activismo de los *hedge funds* sí busca un beneficio próximo a través de un cambio en la gestión de la sociedad<sup>24</sup>. Esto es, dichos fondos adquieren una participación significativa en sociedades cotizadas con la intención de generar un cambio en la estrategia, lo cual les reporte un beneficio con la venta de sus acciones, una vez alcanzado el rendimiento esperado.

De manera que, dada su eficacia a la hora de influir en la estructura de gobierno corporativo de la entidad, ha surgido una preocupación por parte de los legisladores en torno a dicha cuestión. Esto es así porque entienden el activismo de los *hedge funds* como eminentemente especulativo, a saber, centrado en la obtención por parte de los administradores de resultados a corto plazo, lo que se traduce en una implementación de estrategias cortoplacistas que pueden poner en peligro la deseable capacidad de las empresas en la creación de valor a largo plazo para los accionistas y, por ende, la eficiencia del gobierno corporativo de las mismas.

No obstante, lo anterior no siempre es así dado que, el activismo de los *hedge funds* puede suponer también un efectivo instrumento autorregulador en el gobierno corporativo. Ello

---

<sup>23</sup> ISS, SHEARMAN & STERLING LLP y ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, *op. cit.*, p. 6.

<sup>24</sup> PACCES, A.M., “Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive”, *op. cit.*, p. 3.

depende, en opinión de algunos autores<sup>25</sup>, de las circunstancias del contexto. Ocurriendo que, dicho activismo gana fortaleza en aquellas sociedades con estructuras de capital concentradas –como es el caso de la mayoría de las sociedades europeas–. En este sentido, un estudio de la OCDE realizado en el año 2013 indicó que, los inversores institucionales poseían en torno al 90% de las acciones cotizadas en Reino Unido<sup>26</sup>.

Con todo ello, partiendo del presupuesto cortoplacista de los *hedge funds* y, expuesta la causa sobre la que se fundamenta dicho problema<sup>27</sup>, cabe tomar en consideración algunos estudios realizados acerca de la cuestión.

En 2009, el *Aspen Institute* publicó un informe donde se presentaban algunos de los problemas que, la influencia de inversores institucionales –como los *hedge funds*– con orientaciones cortoplacistas, generaba para accionistas, gestores, así como para la propia sociedad. Y con ello, se abogaba por la necesidad de mecanismos dirigidos a un crecimiento sostenible a largo plazo<sup>28</sup>.

Asimismo, en 2012, se elaboró en Reino Unido un informe según el cual, el cortoplacismo era un problema para los mercados de valores de Reino Unido. Y en el cual se planteaban una serie de propuestas para hacer frente al mismo<sup>29</sup>.

---

<sup>25</sup> GILSON, R.J. y GORDON, J.N., “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 438, 2013, p. 874; BOOTSMA, B., “An Eclectic Approach to Loyalty-Promoting Instruments in Corporate Law: Revisiting Hirschman's Model of Exit, Voice, and Loyalty”, *Erasmus Law Review*, vol. 6, n. 2, 2013, p. 115.

<sup>26</sup> ISAKSSON, M. y Çelik, S., “Who cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets”, *OECD Working Papers*, n. 8, 2013, p. 16.

<sup>27</sup> Véase la definición de cortoplacismo recogida en DALLAS, L.L., “Short-termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance”, *San Diego Legal Studies*, n. 12-078, 2012, p. 267. El problema del cortoplacismo no sólo ha tenido su reflejo en la crisis financiera global, sino también en diversos escándalos financieros, como es el caso Enron.

<sup>28</sup> THE ASPEN INSTITUTE, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, de diciembre de 2009.

<sup>29</sup> KAY, J., *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report*, de julio de 2012.

Algunas de las evidencias que han sostenido la existencia de dicha problemática son, por ejemplo, la reducción del período medio de tenencia de las acciones en la Bolsa de Nueva York<sup>30</sup>, así como la progresiva desinversión de las empresas en Reino Unido<sup>31</sup>.

También en el ámbito europeo se ha puesto de manifiesto el recelo acerca de la creciente presión por alcanzar beneficios en el corto plazo, en detrimento del valor fundamental del largo plazo. En este sentido, la Comisión Europea, en una Comunicación de 12 de diciembre de 2012 titulada «Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo — un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas»<sup>32</sup>, anunciaba una serie de medidas destinadas al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

Por tanto, como ha quedado expuesto, es ante la presente problemática, cuando surge por parte de los legisladores, la necesidad de incorporar nuevos mecanismos que supongan un freno al cortoplacismo, fomentando, al mismo tiempo, una mayor involucración de los accionistas en las decisiones de la sociedad.

Concretamente, en el ámbito del Derecho de sociedades, las propuestas han ido encaminadas a la posible introducción de las acciones de lealtad a nivel comunitario y en los diferentes ordenamientos de nuestro entorno —recientemente incorporadas en Francia y en Italia—. Dichas propuestas han dado paso al surgimiento de un nuevo debate acerca de su idoneidad en el fomento del largoplacismo, unido a la tradicional discusión sobre la conveniencia o no de aplicar la regla de la proporcionalidad.

Finalmente, como ha quedado recientemente materializado con la entrada en vigor de la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la

---

<sup>30</sup> BOLTON, P. y SAMANA, F., “Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5, n. 3, 2013, p. 39.

<sup>31</sup> KAY, J., *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report*, op. cit.

<sup>32</sup> Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, *Plan de Acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo — un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y viabilidad de las empresas*, Estrasburgo, 12 de diciembre de 2012, COM (2012), 740 final.



implicación a largo plazo de los accionistas<sup>33</sup>; corresponde a los Estados miembros la decisión acerca de los concretos mecanismos a incorporar en sus ordenamientos para lograr la permanencia de los accionistas. Entre ellos, las acciones de lealtad se consideran un instrumento eficaz sobre el que ya se han pronunciado Francia e Italia.

### **2.3. Las acciones de lealtad como medida de defensa anti-OPA**

Ante el afán de abordar una clara explicación acerca de la utilidad de las acciones de lealtad como medida defensiva contra las ofertas públicas de adquisición (OPA), al permitir el mantenimiento del control de la sociedad por parte de los accionistas minoritarios; conviene destacar y analizar la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición<sup>34</sup> (en adelante, Directiva de OPAs).

En este sentido, dada la posible existencia en los ordenamientos de los diferentes países europeos de mecanismos de mejora del control accionarial, los cuales alteran el principio general de proporcionalidad; la Directiva de OPAs tenía un claro fin armonizador del cual se debía derivar la aplicación del principio “una acción-un voto”. Si bien, dicho debate se remonta incluso a finales de los años 80<sup>35</sup>.

Sin embargo, dicha Directiva fue rechazada por el Parlamento en julio de 2001, lo que significó un claro fracaso en ese intento de unificación de legislaciones a favor de una mejora de la eficiencia y la competitividad de las sociedades europeas.

Por ello, la Comisión Europea encargó a un Grupo de Expertos un Informe, conocido como “Informe Winter”<sup>36</sup>, para que realizara recomendaciones acerca de un marco

---

<sup>33</sup> Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (DO L 132 de 20 de mayo de 2017).

<sup>34</sup> Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO L 142 de 30 de abril de 2004). *Veáse* la definición de oferta pública de adquisición recogida en la Directiva.

<sup>35</sup> VENTORUZZO, M., “Europe’s Thirteenth Directive and US Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends”, *Texas International Law Journal*, vol. 41, n. 2, 2006, p. 25.

<sup>36</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, de noviembre de 2002.

regulador moderno para el Derecho de sociedades dentro de la Unión Europea y, concretamente, sobre las ofertas públicas de adquisición. Dicho Informe estableció dos principios fundamentales con el objetivo de asegurar un trato equivalente entre los operadores de los diferentes Estados en la presentación de una OPA<sup>37</sup>. En primer lugar, un principio basado en la protección del accionista, es decir, en su capacidad de decisión acerca de las cuestiones relativas a la oferta pública de adquisición. En segundo lugar, un principio cuyo fundamento se encuentra en el fomento de las tomas de control, lo que se consigue con el principio de proporcionalidad, a saber, asegurando que el poder de decisión ejercido a través del voto está en función del riesgo asumido con la participación social.

Sin embargo, dada la notable disparidad normativa en el marco europeo, el Informe Winter presentó relevantes recomendaciones dirigidas, no a impedir el ejercicio de medidas defensivas, sino a incrementar la transparencia y facilitar la participación de los accionistas en la aceptación o el rechazo de la OPA.

En este sentido, dichos objetivos encuentran su manifestación –en el texto de la Directiva de OPAs– tanto en el deber de pasividad de los administradores, cuyas acciones, tendentes al establecimiento de medidas de defensa, quedan sometidas a la autorización por parte de la Junta General de accionistas (*artículo 9 de la Directiva*); como en la regla de neutralización, según la cual, los acuerdos adoptados por la Junta General sobre medidas defensivas seguirán el principio “una acción-un voto” (*artículo 11 de la Directiva*), para así evitar actuaciones por parte de los socios minoritarios que impidan tomas de control eficientes.

No obstante, dado que dichas propuestas no fueron bien recibidas por aquellos países en los cuales los mecanismos de desviación del principio general de proporcionalidad se

---

<sup>37</sup> LEÓN SANZ, F.J., “Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (*control-enhancing mechanisms*, CEM): el cambio de rumbo”, *Working Paper IE Law School*, 2010, pp. 6-7; PAPADOPOULOS, T., “Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive”, *Icfai University Press*, 2008, pp. 1-2.

encuentran ampliamente desarrollados e implantados; la solución final consistió en convertir dichas reglas en opcionales (*artículo 12 de la Directiva*).

Por tanto, dado que la Directiva requiere de transposición por parte de los Estados miembros y, al ser las reglas de neutralidad y de neutralización potestativas; ello otorga una amplia discrecionalidad regulatoria a las legislaciones nacionales. Lo que negativamente se puede traducir en una competición regulatoria entre jurisdicciones dentro de la Unión Europea en materia de OPAs<sup>38</sup>, poniendo de manifiesto el fracaso del proceso de armonización perseguido con la Directiva.

Por otro lado, en lo que a las acciones de lealtad se refiere, conviene hacer una mención especial a la regla de neutralización *–breakthrough rule–* recogida en el *artículo 11 de la Directiva*. Concretamente, en el *párrafo tercero del apartado 3*, se establece que, los acciones con derecho de voto múltiple funcionarán como acciones ordinarias –otorgando un solo voto– en aquellas decisiones sobre medidas defensivas adoptadas en Junta General.

El problema surge cuando de la propia literalidad de la norma quedan excluidos de su aplicación determinados mecanismos de control, entre los que se encuentran las acciones de lealtad<sup>39</sup>. Esto es así dado que, el *artículo 2.1 letra g) de la Directiva* define las acciones con derechos de voto múltiple como “los valores que forman parte de una clase distinta y separada y que confieren más de un voto”. Sin embargo, como ya se indicó en su momento, las *loyalty shares* no constituyen una nueva clase de acciones.

Es en este aspecto donde las acciones de fidelidad actúan efectivamente como medida anti-OPA, obstaculizando las adquisiciones a través del control ejercido por aquella minoría con derechos de voto reforzados. Si bien, el distinto tratamiento que realiza la norma para unos mecanismos y otros genera desigualdad entre los países de la Unión

---

<sup>38</sup> VENTORUZZO, M., “Europe’s Thirteenth Directive and US Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends”, *op. cit.*, p. 26.

<sup>39</sup> PAPADOPOULOS, T., “Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive”, *op. cit.*, pp. 6-7.

Europea con respecto a las ofertas públicas de adquisición, lo que supone un problema en la práctica empresarial.

Asimismo, la Directiva europea puso de manifiesto las diferencias normativas existentes entre Estados Unidos y la Unión Europea en materia de OPAs. Por ello, resulta interesante la comparativa entre ambos ordenamientos en relación con la aplicación de medidas defensivas frente a una OPA<sup>40</sup>. En primer lugar, las sociedades cotizadas europeas se caracterizan por tener una estructura de capital concentrada, es decir, el control es ejercido por accionistas, o bien con una participación mayoritaria en el capital social o bien con algún mecanismo de control que les otorgue poder de decisión. Sin embargo, en EEUU, la mayoría de las sociedades cotizadas son sociedades con una estructura de capital muy diluida, de manera que, no existen accionistas de control o significativos.

Esta diferencia se debe principalmente a que, en Europa, los *insiders* no son sólo los administradores, sino también los accionistas mayoritarios o con poder de control. Mientras que, en el Derecho norteamericano, el control de la sociedad corresponde exclusivamente a los administradores, lo que supone un desincentivo a que los socios busquen ostentar una participación significativa en el capital social.

En este sentido, las sociedades cotizadas norteamericanas pueden resultar más vulnerables a la presentación de una OPA hostil. Por ello, se han establecido poderosos instrumentos de defensa –*poison pills* y *staggered boards*– que no encuentran su encaje en el Derecho europeo. Por un lado, la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades, establece en su *artículo 85* la igualdad de trato para los accionistas en idénticas condiciones; de la que se infiere la imposibilidad de incorporación de las *poison pills* en el ordenamiento europeo<sup>41</sup>. Por otro lado, como quedó reflejado en la Directiva de OPAs, existe un deber de pasividad por parte de los administradores en el ejercicio de medidas defensivas, sometido a la autorización de la Junta General (*artículo 9 de la Directiva*) y; por ende, tampoco son posibles los *staggered boards*.

---

<sup>40</sup> ALFARO, J., “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”, *Noticias de la Unión Europea*, 2016, pp. 6-11.

<sup>41</sup> *Ibid.*, p. 7.

Sin embargo, como puso de manifiesto el Informe encargado por la Comisión Europea al *Institutional Shareholders Services (ISS)* en colaboración con *Shearman & Sterling LLP* y el *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, existe una gran variedad de mecanismos de control utilizados en los países europeos, que sirven también de obstáculo ante la presentación de una OPA hostil<sup>42</sup>.

#### **2.4. Ventajas y desventajas de las acciones de lealtad**

Para abordar el debate acerca de la idoneidad del instrumento de las *loyalty shares* como mecanismo de control reforzado, conviene analizar las ventajas y/o desventajas que, en términos generales, el mismo puede presentar.

En primer lugar, cabe señalar que, al tratarse de una modalidad propia de las acciones de voto múltiple –aquellas que conceden mayores derechos de voto en proporción a la participación social– como mecanismo de desviación del principio de proporcionalidad, las acciones de lealtad facilitan, asimismo, la obtención del control desde una postura minoritaria; reduciendo, de esta manera, el coste que supone el control para los accionistas.

Sin embargo, dado que la obtención de esos mayores derechos se encuentra ligada al mantenimiento de las acciones por un periodo de tiempo determinado, con ello se consigue una mayor estabilidad en el accionariado, así como un mayor incentivo por parte de los administradores a desarrollar estrategias que busquen la creación de valor y la sostenibilidad de la sociedad en el largo plazo; en lugar de, beneficios inmediatos. En definitiva, las políticas largoplacistas pueden contribuir al logro del interés social<sup>43</sup>. No obstante, la doctrina no es unánime y, algunos autores<sup>44</sup> sostienen que, no se puede defender inequívocamente que dichas acciones supongan siempre beneficios para la sociedad.

---

<sup>42</sup> ISS, SHEARMAN & STERLING LLP y ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, *op. cit.*

<sup>43</sup> FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op. cit.*, p. 33.

<sup>44</sup> GURREA MARTÍNEZ, A., “El uso de acciones con voto múltiple como estrategia regulatoria para la atracción de salidas de bolsa”, *Blog Centro de Estudios Garrigues*, 2018 (disponible en <http://blog.centrogarrigues.com/uso-acciones-voto-multiple/>; última consulta 17/04/2018).

En este sentido, existen estudios tanto en el ámbito norteamericano como en el europeo que resultan poco concluyentes, además de contradictorios. Así, en el Informe elaborado por el *IRRC Institute* y el *ISS* en octubre de 2012, se concluía que, aquellas sociedades con un socio de control que utilizan acciones con derechos de voto múltiple, tienen peores resultados en el largo plazo<sup>45</sup>. Por otro lado, el estudio encargado por la Comisión Europea en el año 2007 indicaba que, no existía evidencia empírica acerca de la destrucción de valor de la empresa por parte de dichas acciones<sup>46</sup>.

Lo que sí parece claro, como quedó expuesto en el apartado anterior, es la utilidad de las *loyalty shares* como medida de defensa frente una OPA hostil, sobre todo, en Europa, donde no existen instrumentos como las *poison pills* o los *staggered boards* norteamericanos<sup>47</sup>. Asimismo, pueden suponer un incentivo para la salida a Bolsa de algunas empresas, donde los fundadores pueden estar interesados en mantener el control para así llevar a buen fin la estrategia del negocio; internalizando los costes derivados de las acciones con voto reforzado, como consecuencia de una menor obtención de recursos en el mercado, dispuesto a pagar un precio menor por las acciones ordinarias. Algunos ejemplos de ofertas públicas de venta (OPV) con acciones de voto múltiple se pueden ver en el sector tecnológico, con empresas como Google o Facebook<sup>48</sup>.

Sin embargo, el hecho de que estas acciones de voto plural estén permitidas en unos países y en otros no, genera una competencia regulatoria entre las bolsas de valores y también entre los Estados, ya que suponen un incentivo para la atracción de empresas hacia sistemas o mercados donde se permite la utilización de las mismas. Esto es lo que precisamente ocurrió con el Manchester United y con Chrysler-Fiat.

En 2012, el club de fútbol del Manchester United decidió salir a bolsa y finalmente lo hizo en el mercado de Nueva York (*NYSE*), dado que en el mismo se permiten las acciones

---

<sup>45</sup> IRRC INSTITUTE e ISS, *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review*, de octubre de 2012, p. 3.

<sup>46</sup> ISS, SHEARMAN & STERLING LLP y ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, *op. cit.*, p. 6.

<sup>47</sup> ALFARO, J., "El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil", *op. cit.*, p. 7.

<sup>48</sup> GURREA MARTÍNEZ, A., "El uso de acciones con voto múltiple como estrategia regulatoria para la atracción de salidas de bolsa", *op. cit.*

de voto múltiple. Concretamente, siendo lo habitual en EEUU, se emitieron dos clases de acciones: unas acciones de tipo “B” –de voto plural– con diez derechos de voto por acción, retenidas en su totalidad por los propietarios del club y unas acciones de tipo “A” –ordinarias– con un voto por acción, para los inversores<sup>49</sup>.

En cuanto a la empresa Chrysler-Fiat, en 2014 decidió el traslado de su sede en Italia a los Países Bajos, ya que en este último existía un amplio desarrollo de las acciones de voto plural.

Por otro lado, las acciones de lealtad –como cualquier otro mecanismo de control reforzado– pueden tener como resultado la búsqueda de intereses particulares por parte de los socios de control, en detrimento de los accionistas minoritarios; así como, el bloqueo de ofertas públicas de adquisición que pudieran ser eficientes para la compañía.

En consecuencia, se entiende que incrementan los costes de agencia entre los *insiders* –accionistas de control y administradores– y los accionistas minoritarios; además de los conflictos de interés entre los administradores y los socios de control<sup>50</sup>. Estos riesgos merecen una especial atención en sociedades con una estructura de capital concentrada, característica de las sociedades en Europa. Esto es así a consecuencia de que, en las mismas, la obtención de control por parte de los accionistas resulta de gran relevancia para la toma de decisiones que afectan a la compañía. Siendo, por tanto, estas acciones de lealtad un incentivo e instrumento de facilitación para alcanzar dicho objetivo.

Por ello, en aras a garantizar que dichas acciones no suponen un riesgo para el funcionamiento del gobierno corporativo de las sociedades ni para el mercado, quizá resulte necesaria la incorporación en su regulación de ciertas medidas correctoras que contrarresten los efectos negativos que las mismas pueden ocasionar.

En opinión de algunos autores, dichas medidas podrían consistir en una limitación del número máximo de derechos de voto que puede incorporar cada acción, así como del

---

<sup>49</sup> VENTORUZZO, M., “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”, *ECGI Law Working Paper*, n. 288/2015, p. 5.

<sup>50</sup> GURREA MARTÍNEZ, A., “El uso de acciones con voto múltiple como estrategia regulatoria para la atracción de salidas de bolsa”, *op. cit.*

período a partir del cual los derechos de voto no se verán incrementados. También resultaría eficaz el establecimiento de un techo de derechos de voto sobre las acciones de lealtad, en el sentido que, una vez alcanzado el mismo, la compra de más acciones mantenidas durante el plazo estipulado, no se traducirá en un incremento de los derechos de voto reforzados<sup>51</sup>. Además de reglas específicas, como pueden ser, entre otras, las de transparencia o las de protección de los derechos de los accionistas minoritarios<sup>52</sup>.

En definitiva y, aunque resulte poco convincente, la idoneidad o no de las acciones de lealtad depende de numerosos factores, como pueden ser las características del país y/o de la sociedad en cuestión.

En los epígrafes siguientes, se abordará la cuestión de las *loyalty shares* desde las regulaciones de cada uno de los países mencionados, así como a nivel comunitario.

---

<sup>51</sup> FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, op. cit., p. 92.

<sup>52</sup> Commission Staff Working Document, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, Bruselas, 12 de diciembre de 2007, SEC (2007), 1705.



### 3. ENCAJE DE LAS ACCIONES DE LEALTAD EN EL MARCO INSTITUCIONAL EUROPEO

Dado que somos parte de la Unión Europea, resulta necesario analizar la evolución y actual situación en la que, desde la perspectiva comunitaria, se encuentran el Derecho de sociedades en general y, las acciones de lealtad en particular.

En este sentido, han tenido lugar numerosas iniciativas con el fin de alcanzar una armonización en materia de Derecho de sociedades, al tratarse de una de las cuestiones que mayores divergencias presenta entre los Estados miembros, según afirma la Comisión Europea<sup>53</sup>. Sin embargo, los nuevos desafíos que han ido surgiendo, han suscitado debates en el ámbito académico y doctrinal acerca de cuáles son las mejores soluciones a adoptar; lo que ha desembocado en nuevas propuestas por parte del legislador europeo. Concretamente, se ha puesto de manifiesto un cambio de orientación en el debate existente en torno al principio de proporcionalidad y los diferentes mecanismos de desviación del mismo.

Como se expuso en su momento en referencia a las ofertas públicas de adquisición, la Comisión Europea, en el mandato formulado al Grupo de Expertos en Derecho de sociedades –con la finalidad de obtener una serie de recomendaciones acerca de la materia–, incluyó también la necesidad de abordar cuestiones relativas al gobierno corporativo de las sociedades europeas<sup>54</sup>.

En el Informe Winter publicado en 2002, se reconocía la necesidad de una actualización del Derecho de sociedades encaminada a lograr la adaptación del mismo al mercado único existente en Europa, a mejorar el funcionamiento de los mercados de valores y su regulación, a fomentar el uso de las nuevas tecnologías de la información y la

---

<sup>53</sup> Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, *Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea – Un plan para avanzar*, op. cit., p. 13.

<sup>54</sup> THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, op. cit.

comunicación, así como a generalizar prácticas y normas uniformes en materia de gobierno corporativo<sup>55</sup>.

Además, esta modernización del Derecho de sociedades debía tener como objetivo fomentar la eficiencia y la competitividad de las empresas europeas, sin olvidar la necesaria protección de accionistas y acreedores, en la que se había venido centrandose fundamentalmente la regulación societaria.

Por tanto, en lo que al presente trabajo respecta, en opinión de la Comisión de expertos, resultaba conveniente la aplicación del principio de proporcionalidad en el ámbito del Derecho de sociedades europeo<sup>56</sup>.

Posteriormente, la Comisión Europea llevó a cabo un Plan de Acción en 2003 como desarrollo del anterior Informe, cuyos objetivos consistían igualmente en el refuerzo de los derechos de los accionistas y la protección de terceros, así como en la promoción de la eficacia y la competitividad de las empresas<sup>57</sup>.

En este contexto, tuvo lugar la ya mencionada Directiva de OPAs, donde se puso de manifiesto la dificultad de alcanzar una armonización en el Derecho de sociedades europeo. Así, por un lado, aquellas reglas tendentes a fomentar el principio de proporcionalidad acabaron convirtiéndose en meros instrumentos potestativos. Por otro lado, en lo que respecta a las acciones de lealtad, las mismas quedaron fuera del ámbito de aplicación de dichas reglas; otorgándoles en consecuencia, ese poder obstaculizador frente a una OPA. Con todo y, a falta de acuerdo, el debate sobre el principio de proporcionalidad continuó abierto.

En lo concerniente a los derechos de los accionistas, la Comisión planteaba, por un lado, acciones dirigidas a garantizar y reforzar el derecho de información de los accionistas, así

---

<sup>55</sup> AZOFRA, F., “El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n. 4, 2003, p. 31.

<sup>56</sup> LEÓN SANZ, F.J., “Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (*control-enhancing mechanisms*, CEM): el cambio de rumbo”, *op. cit.*, p. 7.

<sup>57</sup> Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, *Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea – Un plan para avanzar*, *op. cit.*

como otros derechos propios de su condición (formular preguntas, participar en la junta general por medios electrónicos, etc.). Dichas medidas sirvieron de base para la posterior aprobación de la Directiva sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, de 11 de julio de 2007, como queda reflejado en su *considerando I*<sup>58</sup>. Por otro lado, en el Plan se abogaba por el establecimiento de una democracia accionarial en la Unión Europea, lo que supondría alcanzar una mayor proporcionalidad entre capital y control.

Respecto de esta última medida, la Comisión consideró que, cualquier iniciativa dirigida a la materialización de dicho principio en las sociedades cotizadas europeas, debía ir precedida de un estudio sobre las posibles consecuencias del mismo. Y anunció la realización de tal estudio en el corto o medio plazo. El estudio finalmente fue llevado a cabo por el *Institutional Shareholders Services (ISS)* en colaboración con *Shearman & Sterling LLP* y el *European Corporate Governance Institute (ECGI)* y publicado su Informe el 18 de mayo de 2007.

Sin embargo, en dicho Informe se pone de manifiesto un cambio de orientación en la Unión Europea con respecto al sistema de gobierno corporativo de las sociedades ya que, si bien el estudio había sido encomendado por la Comisión con el fin de analizar el principio “una acción-un voto” y las consecuencias que se podían derivar de su aplicación; finalmente el informe se centró en los diferentes mecanismos de control reforzado existentes en las sociedades cotizadas de las 19 jurisdicciones analizadas.

Por tanto, partiendo del principio de proporcionalidad como centro del debate ya desde principios de siglo, la propia práctica societaria y el marco legal de los diferentes países han mostrado que, los mecanismos de control reforzado encuentran un amplio encaje en la Unión Europea. Ello refleja una posición favorable hacia el principio de libre autonomía estatutaria, de manera que, sean las empresas quienes organicen su estructura corporativa; si bien con algunas restricciones – como pueden ser, las reglas de protección de los accionistas minoritarios, las reglas de transparencia o aquellas que eviten abusos

---

<sup>58</sup> Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (DO L 184 de 14 de julio de 2007).

de mercado – limitadoras de este principio en favor del principio de proporcionalidad. En cualquier caso, ambas posturas se orientan hacia un objetivo común: la mejora del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en Europa, aunque los medios para alcanzarlo difieren notablemente en cada una de ellas.

En referencia a los datos recogidos en el Informe, se pueden extraer algunas conclusiones relevantes. En primer lugar, se observa que, en la mayoría de los ordenamientos europeos los mecanismos de control reforzado se encuentran ampliamente difundidos, dado que el 40% de las legislaciones regulan casi todos los mecanismos y en el 80% de los ordenamientos al menos cinco están disponibles. Sin embargo, existe una gran heterogeneidad entre los diferentes países y el tipo de mecanismos que utilizan. Esto es así porque la existencia de una regulación que permita la incorporación de mecanismos de control en los estatutos de las sociedades, no implica necesariamente su efectiva implementación.

Así, prestando especial atención a las acciones de voto múltiple –como mecanismo del que derivan las acciones de lealtad–, cabe observar que, se trata de uno de los instrumentos más utilizados, sobre todo, en grandes empresas cotizadas. Ello queda reflejado en que, siendo un mecanismo válido en el 50% de los países europeos, el mismo resulta efectivamente utilizado en el 44% de las jurisdicciones. En este sentido, los países en los que las acciones de voto múltiple se encuentran más consolidadas son: Suecia, Francia y Países Bajos. Asimismo, desde la promulgación del *Decreto competitivà* en Italia, se permite la emisión de acciones de voto plural para las sociedades no cotizadas, así como las acciones de lealtad para las sociedades cotizadas<sup>59</sup>.

Por tanto, con todo, la Comisión concluye que, no existen evidencias empíricas que sostengan la existencia de una correlación entre los mecanismos de desviación del principio de proporcionalidad y la destrucción de valor de las empresas, además de los perjuicios ocasionados para los accionistas y para el mercado en su conjunto. De manera que, – como ya se expuso en apartados anteriores – la conveniencia o no en la aplicación

---

<sup>59</sup> GANDÍA, 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”, *op. cit.*, p. 176.

de los mecanismos de control reforzado y, en concreto, de las acciones de la lealtad; depende de diversos factores, entre los que se encuentra la propia estructura accionarial de la sociedad<sup>60</sup>.

Posteriormente, en diciembre de 2007, la Comisión Europea publicó un Informe (en el que finalmente se posiciona con respecto al principio de proporcionalidad y sus desviaciones. En este sentido, siendo el objetivo prioritario el fomento de la protección de los accionistas minoritarios frente a los riesgos de expropiación por parte de los accionistas de control y administradores de la sociedad; existen diferentes medios válidos que permiten alcanzar dicho objetivo<sup>61</sup>.

Así, se ha establecido a nivel comunitario un marco regulatorio que garantice dicha protección mediante una serie de iniciativas relativas al ejercicio de los derechos de los accionistas, a la prevención de los conflictos de interés, así como al fomento de las medidas de transparencia. Por tanto, no resulta aconsejable la adopción de ninguna acción –ya sea a través de normas institucionales (Directiva y Reglamento) o a través de Recomendaciones– dirigida a la prohibición de los mecanismos de control; si bien una mejora de la transparencia que acompañe a las iniciativas anteriormente mencionadas puede ser considerada mediante la adopción de Recomendaciones por parte de la Comisión Europea.

Sin embargo, el nuevo panorama societario caracterizado por un cada vez mayor peso de los inversores institucionales en el gobierno corporativo –sobre todo, los *hedge funds*– y los problemas cortoplacistas que lo acompañan; ha dado lugar al surgimiento de nuevo del debate en torno al principio de proporcionalidad.

Por tanto, dada la necesidad de fomentar la permanencia de los accionistas en la sociedad y, con ello, la visión a largo plazo de la empresa; se plantea la posibilidad de incorporar las acciones de lealtad o *loyalty shares* como mecanismo dirigido al logro de dicho objetivo. A este respecto, es preciso mencionar la Directiva (UE) 2017/828 del

---

<sup>60</sup> PWC, *Reflexiones para el debate sobre las limitaciones del derecho de voto*, de junio de 2010.

<sup>61</sup> Commission Staff Working Document, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, *op. cit.*

Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas; así como el proceso que se ha seguido hasta la misma.

Sin embargo, previo a la aprobación de la Directiva tuvieron lugar una serie de iniciativas que marcaron precisamente el sentido final que se le dio a la misma. Así, en diciembre de 2010 la Comisión Europea creó un Grupo de Reflexión con el fin de que realizara un informe sobre el futuro del Derecho de sociedades en Europa. En este sentido, en favor del fomento de un mayor compromiso a largo plazo por parte de los accionistas, el Grupo recomendaba la adopción de una regulación a nivel europeo que garantizara a las empresas europeas la posibilidad de incorporar en sus estatutos mecanismos que supongan trato preferente para los accionistas a largo plazo –como son, los derechos de voto reforzados o los mayores dividendos; es decir, las dos modalidades de acciones de lealtad<sup>62</sup>.

Cabría poner en duda el respeto al principio de igualdad de trato de los accionistas regulado en el *artículo 85* de la Directiva sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades; si bien, no se entiende su vulneración al considerar a todos los accionistas potenciales beneficiarios de dichos derechos reforzados, mediante el cumplimiento del requisito de permanencia.

Posteriormente, en línea con el Informe del Grupo de Reflexión, se elaboró el Plan de Acción de 2012 donde la Comisión Europea puso de manifiesto la necesaria responsabilidad de las empresas en el desarrollo de un buen gobierno corporativo, donde los accionistas tienen un papel fundamental<sup>63</sup>. Sin embargo, en los últimos años y, principalmente con la crisis financiera, se habían venido observando una serie de deficiencias, entre las que se encontraba la reducción por parte de un número elevado de accionistas del período de tenencia de las acciones.

---

<sup>62</sup> REFLECTION GROUP ON THE FUTURE OF EU COMPANY LAW, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, de abril de 2011, p. 4.

<sup>63</sup> Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, *Plan de Acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo – un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y viabilidad de las empresas*, *op. cit.*, p. 3.

Por ello, y ante el papel fundamental que el Derecho de sociedades europeo desempeña en el adecuado funcionamiento del mercado interior, la Comisión Europea propuso tres líneas principales de actuación –a saber, fomentar la transparencia, involucrar a los accionistas y apoyar el crecimiento y la competitividad de las empresas–.

Sin embargo, en lo que respecta a las acciones de lealtad –recomendadas por el Grupo de Reflexión como mecanismo de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas–, la Comisión Europea pospuso el análisis de la cuestión a una posterior consulta sobre la financiación a largo plazo de la economía europea con una duración de tres meses. Dicha consulta pública se inició con la publicación del Libro Verde sobre financiación a largo plazo de la economía europea el 25 de marzo de 2013, donde ya se planteaba una pregunta acerca de la posible incorporación de las acciones de lealtad en el ámbito europeo<sup>64</sup>. En el mismo sentido, el Parlamento Europeo manifestó su posición en la Resolución de 26 de febrero de 2014, solicitando la aplicación de mecanismos como derechos de voto o acciones adicionales, o mayores dividendos.

Con todo ello, lo que resulta verdaderamente sorprendente es que, finalmente, en la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, de 9 de abril de 2014, la Comisión abandona el discurso de las acciones de lealtad como mecanismo idóneo para el fomento del compromiso a largo plazo de los accionistas en el Derecho de sociedades europeo; a pesar de que, entre los objetivos de la Propuesta se encuentra “contribuir a ampliar la perspectiva temporal de los accionistas, lo que garantiza unas mejores condiciones de funcionamiento para las empresas que cotizan”<sup>65</sup>.

No obstante, previa remisión por el Parlamento, la Comisión de Asuntos Jurídicos (JURI) adoptó el 12 de mayo de 2015 un Informe sobre la Propuesta, con trece votos a favor y

---

<sup>64</sup> Libro Verde sobre la financiación a largo plazo de la economía europea, Bruselas, 25 de marzo de 2013, COM (2013), 150 final.

<sup>65</sup> Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial, Bruselas, 9 de abril de 2014, COM (2014), 213 final.

diez en contra<sup>66</sup>. En el mismo se incluían una serie de modificaciones con respecto al texto original propuesto por la Comisión. En concreto, cabe destacar la introducción de dos enmiendas relativas a la cuestión de las acciones de lealtad, en línea con la posición que, hasta la Propuesta de Directiva, se había venido observando a nivel europeo.

Por un lado, se añade el *considerando 9 bis*:

La participación a largo plazo proporciona mayor estabilidad a las sociedades y normalmente las anima a centrar sus estrategias en el desempeño financiero y no financiero a largo plazo. A fin de alentar una implicación positiva y a largo plazo del accionista deben establecerse mecanismos que incentiven la participación a largo plazo.

En consecuencia, se propone la incorporación del *artículo 3 sexies bis* sobre apoyo a la participación a largo plazo:

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

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

- derechos de voto adicionales,
- incentivos fiscales,
- dividendos por fidelidad,
- participaciones por fidelidad.

A pesar de lo expuesto, la previsión acerca de las acciones de lealtad desapareció con la aprobación de las enmiendas por el Parlamento Europeo el 8 de julio de 2015, faltando su incorporación también en la vigente Directiva (UE) 2017/828, de 17 de mayo de 2017, de modificación de la Directiva de derechos de los accionistas.

En definitiva, se puede apreciar que, si bien el punto de partida se encuentra en la armonización y modernización del Derecho de sociedades europeo a fin de fomentar una mayor eficiencia en el funcionamiento del gobierno corporativo de las sociedades

---

<sup>66</sup> Informe sobre la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial, COM (2014) 0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121 (COD).



cotizadas; el resultado al que se ha llegado dista enormemente de los primeros planteamientos orientados a tal fin.

Esto es así dado que, el legislador europeo, a pesar de entender esencial la implicación a largo plazo de los accionistas en la sociedad, ha optado por dejar fuera del ámbito de aplicación de la Directiva la indicación de los posibles mecanismos existentes para el logro de dicho objetivo; reconociendo a cada Estado miembro autonomía en la regulación de los mismos<sup>67</sup>.

Así, en el *considerando 14* queda recogida la importancia del compromiso a largo plazo de los accionistas en la sociedad:

La implicación efectiva y sostenible de los accionistas es una de las piedras angulares del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, que depende del sistema de control y equilibrio entre los distintos órganos y las distintas personas interesadas. Una mayor implicación de los accionistas en el gobierno corporativo constituye uno de los instrumentos que pueden contribuir a mejorar el rendimiento financiero y no financiero de esas sociedades, también por lo que se refiere a factores medioambientales, sociales y de gestión, en particular como los que se mencionan en los Principios de Inversión Responsable que las Naciones Unidas sostienen. Además, una mayor implicación por parte de todos los interesados, en particular los trabajadores, en el gobierno corporativo constituye un factor importante a la hora de garantizar un enfoque más a largo plazo por parte de las sociedades cotizadas, que debe ser fomentado y tenido en cuenta.

Mientras que, el *considerando 55* establece la libertad de los Estados en la incorporación de los mecanismos correspondientes:

La presente Directiva no impide que los Estados miembros adopten o mantengan en vigor disposiciones más rigurosas en el ámbito regulado por la presente Directiva para facilitar aún más el ejercicio de los derechos de los accionistas, fomentar su implicación y proteger los intereses de los accionistas minoritarios, así como para alcanzar otros fines tales como la seguridad y solidez de las entidades de crédito y financieras. Ahora bien, dichas disposiciones no deben obstaculizar la aplicación efectiva de la presente Directiva y la consecución de sus objetivos y deben en todo caso cumplir las normas establecidas en los Tratados.

En este sentido, determinados ordenamientos –como es el caso de Francia y de Italia–, han introducido las acciones de lealtad como un instrumento dirigido a retribuir a aquellos accionistas que presenten una mayor implicación en la sociedad –cotizada–, frenando el

---

<sup>67</sup> En esa misma línea opina PACCES, A.M., “Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive”, *op. cit.*, p. 22.

problema del cortoplacismo y contribuyendo, por tanto, a la creación de sociedades eficientes y competitivas. Ello también es muestra del afán proteccionista que sigue imperando en los países europeos.

Como conclusión, cabe observar que, en relativamente pocos años, ha tenido lugar una significativa evolución en el ámbito del Derecho de sociedades europeo y, particularmente, en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. De esta manera, en un primer momento se abogó por una vuelta al principio de proporcionalidad; si bien quedó demostrado el amplio desarrollo con que contaban los mecanismos de control reforzado en los diferentes países europeos.

## 4. DERECHO COMPARADO EUROPEO

### 4.1. El doble voto en Francia: La *Loi Florange*

Francia es uno de los países europeos en el que las acciones con derecho de voto múltiple –concretamente en la forma de acciones de lealtad, ya sean dividendos o derechos de voto adicionales– se encuentran ampliamente desarrolladas en la práctica societaria. Así, el Informe de la Comisión de 2007 reflejó que, el 58% de las empresas analizadas incorporaban el mencionado mecanismo de control reforzado en sus estatutos sociales<sup>68</sup>.

Ello cobra especial sentido dada su consolidada presencia en la regulación francesa. De manera que, respecto a las acciones de lealtad con derechos de voto adicionales, estas fueron introducidas por primera vez en 1933 en la *Loi du 13 novembre, réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions*<sup>69</sup>. En ella se estableció la posibilidad de que las sociedades anónimas incorporaran en sus estatutos sociales la atribución de un derecho de voto doble a aquellas acciones nominativas íntegramente liberadas, que estuvieran inscritas a nombre del accionista durante un plazo de al menos dos años<sup>70</sup>.

Dicho precepto se encontraba recogido en el *artículo L 225-123 del Code de Commerce* (en adelante, Cco). Sin embargo, el mismo ha sido recientemente modificado por el *artículo 7 de la Loi Florange*, de 29 de marzo de 2014<sup>71</sup>. En este sentido, la principal novedad de la reforma radica en la conversión de dicho precepto en un sistema *opt-out*; esto es, el derecho de voto reforzado de las acciones de lealtad constituye la regla por defecto, de manera que, para la supresión del presente privilegio resulta necesaria la

---

<sup>68</sup> ISS, SHEARMAN & STERLING LLP y ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, *op. cit.*, p. 44.

<sup>69</sup> *Loi du 13 novembre 1933, réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions* (JORF, núm. 266, de 15 de noviembre de 1933).

<sup>70</sup> FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op. cit.*, p. 76; GANDÍA, 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”, *op. cit.*, p. 176.

<sup>71</sup> *Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014, visant à reconquérir l'économie réelle* (JORF, núm. 77, de 1 de abril de 2014).

correspondiente cláusula estatutaria, aprobada en Junta General por mayoría cualificada –de dos tercios–<sup>72</sup>.

Por tanto, dicha reforma, basada en el Informe Gallois<sup>73</sup> –orientado a la mejora de la competitividad de las empresas en Francia–, ha supuesto un fortalecimiento del régimen de las *loyalty shares* como mecanismo de control y de implicación de los accionistas en la sociedad.

No obstante, la reforma no ha quedado exenta de críticas dado que, la misma se ha considerado innecesaria teniendo en cuenta que, más del 50% de las empresas que integran el CAC-40 y el índice SBF-120 tenían incorporado en sus estatutos el derecho de doble voto<sup>74</sup>. Asimismo, es importante destacar el riesgo que puede suponer –para la democracia accionarial– haber convertido en preceptiva la atribución del derecho de voto reforzado, salvo disposición estatutaria en contrario. Así ha ocurrido en la empresa Renault, donde la mayoría de los inversores institucionales han quedado impuestos por el régimen de las *loyalty shares* a favor de la participación que ostenta el Estado<sup>75</sup>.

Aun con todo ello, los riesgos que generan las acciones de lealtad pueden ser mitigados mediante la incorporación de ciertas medidas correctoras, las cuales han sido utilizadas por diversas sociedades en Francia. En este sentido, cabe mencionar algunas empresas como Danone o Société Générale, en las que se ha optado por utilizar el mecanismo de las acciones de lealtad acompañado de la limitación de los derechos de voto recogida en el artículo L 225-125 Cco<sup>76</sup>.

Asimismo, con respecto al funcionamiento de las acciones de lealtad o *loyalty shares* en el Derecho francés, cabe recordar que, las mismas no constituyen una clase de acciones dado que, no se encuentran vinculadas al título, sino a la persona del socio. Ello trae como

---

<sup>72</sup> DELVOIE, J. y CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares”, *op. cit.*, p. 21.

<sup>73</sup> GALLOIS, L., “Pacte pour la compétitivité de l’industrie française”, *La Documentation française*, 2012, p. 21.

<sup>74</sup> FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op. cit.*, p. 75.

<sup>75</sup> PACCES, A.M., “Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive”, *op. cit.*, p. 23.

<sup>76</sup> FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op. cit.*, pp. 88-92.

consecuencia que, con la transmisión de la acción se pierde el derecho de voto doble incorporado a la misma. Sin embargo, existen una serie de excepciones reguladas en el *artículo L 225-124 Cco* en las cuales la entrega no lleva consigo la pérdida del privilegio de voto ni la interrupción del plazo de dos años establecido en el artículo anterior. Entre ellas se encuentran los supuestos de donación, de transmisión por actos *mortis causa*, de liquidación de la comunidad de bienes conyugal, de fusión o escisión, etc.<sup>77</sup> Por tanto, en el caso concreto de fusión y escisión de sociedades, resulta lógico pensar que el derecho de voto doble se mantendrá, siempre que los estatutos no dispongan lo contrario.

Por otro lado, como ya se mencionó en líneas anteriores, para la atribución del beneficio del doble voto incorporado en las acciones de lealtad, resulta necesaria la concurrencia de una serie de condiciones:

- a) En primer lugar, las acciones tienen que estar totalmente liberadas.
- b) Debe tratarse de títulos nominativos. Si bien dicha exigencia ha sido percibida negativamente por determinados inversores, es preciso tener en cuenta que, ello se encuentra en línea con una de las medidas propuestas en el Plan de Acción de 2012; a saber, el fomento de la transparencia y, más concretamente, la facilitación a las empresas del conocimiento de la identidad de sus accionistas<sup>78</sup>.
- c) Estar inscritas a nombre del accionista.
- d) Tiene que haber transcurrido el plazo de dos años. Dicha exigencia requiere de mayores precisiones, que se realizan a continuación.

En relación con las condiciones mencionadas, es importante destacar la supresión de la posibilidad por parte de las empresas de incorporar el requisito de la nacionalidad en sus estatutos. Ello es así dado que, atentaba contra el principio de no discriminación por razón de la nacionalidad recogido en el *artículo 18 TFUE*<sup>79</sup>: “En el ámbito de aplicación de los

---

<sup>77</sup> *Ibid.*, p. 77.

<sup>78</sup> Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, *Plan de Acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo – un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y viabilidad de las empresas*, *op. cit.*, p. 4.

<sup>79</sup> Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (DO C 202 de 7 de junio de 2016).

Tratados, y sin perjuicio de las disposiciones particulares previstas en los mismos, se prohibirá toda discriminación por razón de la nacionalidad”.

Por último, la reforma operada por la *Loi Florange* ha suscitado diferentes interpretaciones en la doctrina respecto a determinados aspectos insuficientemente claros en su regulación. Así, se pueden destacar:

- En primer lugar, en lo relativo al transcurso del plazo de dos años para adquirir el privilegio de voto, la Ley ha establecido el *dies a quo* –es decir, el día a partir del cual comienza el cómputo del plazo para resultar beneficiario de dicho privilegio– en la fecha de entrada en vigor de la Ley<sup>80</sup>. Ello plantea problemas para aquellos accionistas que, en el momento de aprobación de la Ley, no gozaban del privilegio de voto; además de, suponer un obstáculo en la eficacia de las acciones de lealtad como medida anti-OPA. Esto es así porque la atribución del doble voto no se producirá una vez transcurridos los dos años de tenencia de las acciones –como cabría esperar–<sup>81</sup>, sino que habrá que esperar al cumplimiento del plazo a contar desde la fecha de entrada en vigor de la Ley.
- En este mismo sentido, el *artículo 7 de la Loi Florange* ha eliminado de la redacción del *Code de Commerce* la expresión “al menos”. Ello, aun pareciendo de escasa importancia, trae consigo la pregunta: ¿Es posible la exigencia por parte de la sociedad emisora de las acciones de un plazo superior para la atribución del beneficio del doble voto? La doctrina mayoritaria ha considerado que, para que ello fuera posible, sería necesaria la correspondiente previsión legal –inexistente en el presente caso–<sup>82</sup>.
- Esto último da lugar a una nueva pregunta, esta es: ¿Qué sucede con las entidades que, con carácter previo a la reforma, tenían reconocidas las acciones de lealtad en

---

<sup>80</sup> FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op. cit.*, p. 77.

<sup>81</sup> Así, cuando la atribución del derecho de voto doble se basaba en un sistema *opt-in*, una vez aprobado en Junta General, los accionistas que cumplieran los requisitos legalmente establecidos pasaban a disfrutar automáticamente de dicho privilegio.

<sup>82</sup> FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op. cit.*, p. 79.

sus estatutos? La Ley, en este caso, ha entendido que las mismas no se ven afectadas por el cambio regulatorio; de manera que, continúan sometidas a lo establecido en sus estatutos sociales, independientemente de que dichas condiciones fueran más estrictas –como, por ejemplo, un período mínimo de permanencia superior a los dos años establecidos en la Ley–<sup>83</sup>. Sin embargo, ello genera un tratamiento diferente entre las sociedades, traduciéndose en un trato discriminatorio y, por ende, injustificado.

#### 4.2. El voto *maggiorato* o reforzado en Italia: El *Decreto Competitività*

El especial interés en el análisis de la regulación italiana con respecto a las acciones de lealtad –que atribuyen derechos de voto reforzados–<sup>84</sup>, se debe a la reciente reforma operada por el *Decreto Competitività*<sup>85</sup> (en adelante, Decreto de Competitividad), tras el traslado de Fiat-Chrysler a los Países Bajos. Entre las razones que han motivado dicho cambio de domicilio social, se encuentra la ausencia tanto de base legal como de prohibición de las acciones de lealtad en la legislación holandesa<sup>86</sup>.

Por lo tanto, en lo que respecta a la reforma llevada a cabo por el Decreto de Competitividad, cabe destacar la introducción de las *loyalty shares* –para las sociedades cotizadas– como mecanismo para favorecer la competitividad de las empresas italianas y fomentar la involucración de los accionistas en la compañía (*artículo 127-quinquies TUF*)<sup>87</sup>. Todo ello en línea con el Informe emitido por la CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) en enero de 2014, según el cual, no existe evidencia acerca de los perjuicios que los mecanismos de desviación del principio de proporcionalidad generan en el valor de la compañía<sup>88</sup> –como ya quedó reflejado en el

---

<sup>83</sup> DELVOIE, J. y CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares”, *op. cit.*, p. 21.

<sup>84</sup> El pago de dividendos adicionales en las sociedades cotizadas ya se encontraba regulado desde el año 2010 en el *artículo 127-quater TUF*.

<sup>85</sup> Decreto-Legge núm. 91, de 24 de junio de 2014; convertido posteriormente en Ley por la *Legge* núm. 116, de 11 de agosto de 2014 (GU núm. 192, de 20 de agosto de 2014).

<sup>86</sup> DELVOIE, J. y CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares”, *op. cit.*, p. 21.

<sup>87</sup> Decreto Legislativo núm. 58, de 24 de febrero de 1998, *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*.

<sup>88</sup> GANDÍA, 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”, *op. cit.*, p. 177.

Informe de la Comisión del año 2007—. Asimismo, se mantiene la prohibición de emisión de acciones de voto plural recogida en el *artículo 127-sexies TUF* —reconocida a partir de la reforma a las sociedades no cotizadas—.

No obstante, a pesar de la relevancia de la reforma, no puede afirmarse que la misma suponga una auténtica novedad dado que, ya existían algunos mecanismos de desviación, como son las acciones sin voto o las acciones con voto limitado<sup>89</sup>.

Por tanto, volviendo a la regulación de las *loyalty shares*, cabe decir que —a diferencia del actual régimen establecido en Francia—, se trata de un sistema *opt-in* mediante el cual las sociedades cotizadas pueden incorporar en sus estatutos —una vez aprobado en Junta General extraordinaria— la atribución de un derecho de voto doble a aquellos accionistas que hubieran mantenido sus acciones inscritas durante un período mínimo de dos años. En este sentido, se puede inferir del propio texto la posibilidad de que los estatutos prevean un plazo superior a los dos años para poder beneficiarse del privilegio de voto.

Por otro lado, como ya se ha mencionado en ocasiones anteriores, las *loyalty shares* no constituyen una nueva clase de acciones dado que, el derecho de voto reforzado se encuentra ligado al titular y no a la acción misma; favoreciendo así la permanencia del socio en el largo plazo. Ello supone la pérdida del derecho en caso de transmisión de las acciones o de renuncia por parte del titular; salvo en los supuestos legalmente previstos (como son, la fusión, escisión, sucesión por causa de muerte, etc.)<sup>90</sup>.

Con todo lo expuesto, resulta conveniente preguntarse qué sucede con los accionistas ausentes o disidentes cuando se aprueba la introducción de una cláusula estatutaria sobre las acciones de lealtad. Así pues, la Ley prohíbe el derecho de separación de los socios. Por tanto, aunque ello supone una menor protección a los accionistas minoritarios; el argumento que se extrae es que, todos los socios tienen un derecho potencial a adquirir el doble voto si mantienen las acciones por un plazo de, al menos, dos años. Sin embargo,

---

<sup>89</sup> FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op. cit.*, pp. 80-81.

<sup>90</sup> GANDÍA, 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”, *op. cit.*, pp. 190-195.



no sucede lo mismo cuando se produce la eliminación estatutaria de las *loyalty shares* o el endurecimiento de los requisitos. En este caso, los accionistas perjudicados sí gozan del derecho de separación<sup>91</sup>.

Por último, algunas de las empresas que han incorporado las *loyalty shares* en sus estatutos son: Campari, Astaldi y Amplifon<sup>92</sup>.

---

<sup>91</sup> VENTORUZZO, M., “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”, *op. cit.*, p. 15.

<sup>92</sup> *Ibid.*, p. 16.

## 5. LAS ACCIONES DE LEALTAD: ¿UNA ALTERNATIVA PARA EL DERECHO ESPAÑOL?

### 5.1. Antecedentes

Las sociedades españolas –en su mayoría– presentan una estructura de capital concentrada; esto es, el control es ejercido fundamentalmente por los accionistas significativos y por el consejo de administración –los *insiders*–. Así, de entre todas las sociedades que integran el IBEX 35, sólo cinco presentan una estructura de capital dispersa; siendo las mismas: Telefónica, BBVA, Santander, Iberdrola y Repsol<sup>93</sup>.

Asimismo, en el modelo societario español resultan frecuentes los denominados “accionistas pasivos”, interesados únicamente en la obtención de beneficios<sup>94</sup>. Ello se ha visto reforzado con la creciente importancia que han adquirido los inversores institucionales –concretamente los *hedge funds*–, lo que ha favorecido la implementación de estrategias cortoplacistas orientadas en la rentabilidad, en detrimento de la buena gestión de la compañía.

Así, considerando necesaria la participación de los accionistas en la sociedad, ha tenido lugar el desarrollo de diversas políticas dirigidas a lograr una mayor involucración por parte de los accionistas. Un ejemplo de ello ha sido Iberdrola, concretamente con la política de involucración aprobada en 2016. En este sentido, el *artículo 13* de los estatutos sociales de Iberdrola<sup>95</sup> –referente a la involucración de los accionistas– recoge que:

La Sociedad promoverá la información continua y adecuada de sus accionistas, el contacto permanente con ellos y su involucración en la vida social. A tal fin, el Consejo de Administración establecerá los cauces de participación a través de los cuales la Sociedad promoverá su implicación con las garantías y los mecanismos de coordinación apropiados.

---

<sup>93</sup> ALFARO, J., “Propiedad dispersa vs propiedad concentrada en las sociedades cotizadas”, *Derecho Mercantil*, 2013 (disponible en <http://derechomercantilesana.blogspot.com.es/2013/09/propiedad-dispersa-vs-propiedad.html>; última consulta 16/04/2018).

<sup>94</sup> FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op. cit.*, p. 127.

<sup>95</sup> IBERDROLA., *Anexo al Informe del Consejo de Administración en relación con la modificación de los estatutos sociales*, Junta General de Accionistas, 2016 (disponible en [https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es\\_ES/corporativos/docs/estatutos\\_modif\\_080416.pdf](https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/estatutos_modif_080416.pdf); última consulta 17/04/2018).

Sin embargo, dado que dichas políticas no resultan suficientes, cabe preguntarse si tienen cabida en el ordenamiento español aquellos mecanismos orientados a reforzar los derechos de los accionistas mediante el fomento del ejercicio del derecho de voto –y, concretamente las acciones de lealtad–.

## **5.2. El principio “una acción-un voto” en el Derecho español**

El Informe encargado por la Comisión Europea en 2007 reflejó que, el 62% de las empresas españolas analizadas utiliza algún mecanismo de desviación del principio de proporcionalidad<sup>96</sup>; siendo la limitación del número máximo de votos que un accionista puede emitir el instrumento predominante en las sociedades cotizadas<sup>97</sup>.

Por tanto, acudiendo a la regulación española –concretamente a la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC)<sup>98</sup>– se puede observar que, en las sociedades anónimas, el principio general es la proporcionalidad estricta entre capital y voto; sin perjuicio de las excepciones establecidas en la Ley (como es el caso de las cláusulas estatutarias limitativas de los derechos de voto). Así, el *artículo 188.2 LSC* establece que:

En la sociedad anónima no será válida la creación de acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto.

En este sentido, de lo anterior se puede extraer que, existe una clara prohibición de emisión de acciones de voto plural y, por ende, de acciones de lealtad.

Sin embargo, resulta interesante mencionar el caso Abengoa dado que, respetando en apariencia la exigencia legal de mantener la proporcionalidad entre el valor nominal de las acciones y el derecho de voto, se consiguieron alcanzar efectos similares a los que hubiera producido la emisión de acciones de voto múltiple. Esto es así porque, la sociedad emitió dos clases de acciones: la clase “A” tenía un valor nominal de un euro y otorgaban

---

<sup>96</sup> ISS, SHEARMAN & STERLING LLP y ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union, op. cit.*, p. 71.

<sup>97</sup> Por ejemplo, Iberdrola tiene establecido un porcentaje máximo del 10% del capital social.

<sup>98</sup> 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 núm. 161 de 3 de julio de 2010).

cien votos; mientras que la clase “B” tenía un valor nominal de un céntimo otorgando un voto<sup>99</sup>. Por tanto, con ello se logró, por un lado, cumplir con el principio de proporcionalidad exigido en la Ley y, por otro lado, mantener el control en manos de determinados accionistas –en este caso, la familia Benjumea–.

### **5.3. Posibles alternativas en la incorporación de las acciones de lealtad**

Como ha quedado expuesto en el apartado anterior, el *artículo 188.2 LSC* regula expresamente la prohibición de alteración de la proporcionalidad entre capital y voto en las sociedades anónimas; lo que, *sensu contrario* implica la posibilidad de incorporación de privilegios económicos en dichas sociedades.

Por ello, con respecto a las acciones de lealtad y sus dos modalidades –dividendos adicionales y derechos de voto reforzados–, cabe decir que, si bien parece no tienen cabida en el Derecho español las *loyalty shares* con derechos de voto adicionales dado que, para su incorporación sería necesaria una reforma legislativa; nada obsta para la introducción de acciones de lealtad que atribuyan mayores dividendos.

De manera que, centrando el análisis en esta última clase de acciones de lealtad, podrían pensarse dos alternativas en aras a la implementación de dicho mecanismo en el Derecho societario español.

#### ***5.3.1. Configuración a través de la creación de diferentes clases de acciones***

La presente alternativa implicaría la creación de una clase de acciones que diera derecho a un dividendo especial por el mantenimiento de su titularidad durante un determinado plazo. Para ello, sería preciso una modificación estatutaria, así como la distinción de dichas acciones especiales, para lo cual, sería preciso estructurar cómo se van a crear esas acciones especiales.

---

<sup>99</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Proporcionalidad entre capital y voto: mecanismo de quiebra del principio y su fundamento societario”, *Cuadernos de la Cátedra Garrigues*, vol. 4, 2015, pp. 5-6.

Esta alternativa presenta diversos obstáculos en su potencial configuración y ejecución derivados del sistema jurídico español. Entre ellos se encuentra el hecho de que, nuestro ordenamiento exige identificar las acciones de cada clase, requisito que –como ya se mencionó– resulta de difícil cumplimiento en el caso de las acciones de lealtad. Asimismo, en caso de que se llevase a cabo una conversión de las acciones ordinarias en esta modalidad de acciones, ello generaría un impacto en la transmisibilidad de las acciones.

En resumen, podría ser una alternativa sujeta a un análisis detallado, dada su complejidad, así como la falta de experiencia que la práctica societaria española presenta en esta materia.

### ***5.3.2. Configuración sin creación de clases de acciones***

Ello implicaría replicar el sistema francés, pero sin un apoyo legal, sino simplemente sobre la base de una modificación estatutaria; basando la argumentación en que, según establece el *artículo 97 LSC*, debe respetarse la igualdad de trato entre accionistas de una misma clase –entendiendo que, en el presente caso no se produce tal desigualdad puesto que, todos los accionistas tienen un potencial derecho a recibir el dividendo adicional si mantienen las acciones durante el tiempo establecido–.

Por tanto, si bien esta alternativa tiene la ventaja de replicar la flexibilidad del sistema francés, presenta como limitación la posible argumentación en contra –entendiendo que el Derecho español no permite derechos diferentes para las acciones, salvo mediante la creación de distintas clases–.

Asimismo, para que dicho mecanismo pudiera ser aplicable, habría que estructurar un procedimiento por el cual los accionistas que quisiesen beneficiarse de este derecho debieran expresamente acogerse a él; además de, recoger este hecho en algún registro creado al efecto, bien por la propia sociedad, bien por las entidades depositarias, de manera que, pudiera llevarse un control acerca de quiénes son los accionistas que han mantenido sus acciones ininterrumpidamente el tiempo requerido

En conclusión, el hecho de que la implantación de esta figura en otros países –como es el caso de Francia– haya requerido de una previsión legal expresa y, la ausencia de antecedentes en España, plantean la necesidad de analizar la viabilidad del presente mecanismo con especial cautela y en una mayor profundidad.

## 6. CONCLUSIONES

Estamos asistiendo a un cambio en la estructura accionarial de las sociedades, así como a un cambio en el tradicional activismo accionarial; lo que ha dado lugar a una cierta preocupación en el ámbito económico y jurídico sobre la eficiencia y competitividad de las empresas –europeas– en el entorno internacional.

Así, en el ámbito del Derecho de sociedades europeo, han surgido diversas iniciativas orientadas a lograr una armonización y modernización del mismo, con el objetivo de fomentar el buen funcionamiento del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

En este contexto, el principio de proporcionalidad “una acción-un voto” y los diferentes mecanismos de desviación se han situado en el centro del debate, dando lugar a numerosos estudios sobre la conveniencia o no de la aplicación de los mismos. Así, en el Informe encargado por la Comisión en 2007, se pone de manifiesto la falta de evidencia empírica acerca de los perjuicios que los mecanismos de desviación generan para el valor de la compañía.

Es en este contexto de rechazo –por parte de la doctrina– de la aplicación estricta del principio de proporcionalidad, acompañado de una creciente necesidad de fomento de la participación de los accionistas en la sociedad; donde ha surgido el debate acerca de la idoneidad de las acciones de lealtad o *loyalty shares* como mecanismo garante de la sostenibilidad de las empresas y de lucha contra el cortoplacismo.

En consecuencia, en el ámbito comunitario, tras un gran número de propuestas orientadas a la incorporación de las acciones de lealtad en el Derecho europeo, la Directiva 2017/828, de 17 de mayo de 2017, que modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, supone la materialización de un conjunto de medidas necesarias para el logro de los objetivos largoplacistas y de fomento de la estabilidad accionarial; donde las acciones de lealtad han quedado fuera de dicho discurso.

Sin embargo, algunos países europeos –como es el caso de Francia y de Italia– han llevado a cabo reformas recientes con respecto a la regulación de las acciones de lealtad, con el objetivo de que, la utilización de las mismas por parte de las sociedades contribuya, no sólo a una mejora de la competitividad de las empresas, sino también a una solución de los desafíos existentes en el Derecho sociedades.

Finalmente, dado el avance que se ha venido produciendo en la materia y, considerando la regulación actual española, se han podido plantear diversas alternativas con respecto a la incorporación del presente mecanismo; si bien, supone una interesante futura línea de investigación en base a la evolución que la práctica societaria experimente en los próximos años.



## 7. BIBLIOGRAFÍA

### Legislación

*Code de Commerce.*

Decreto-*Legge* núm. 91, de 24 de junio de 2014; convertido posteriormente en Ley por la *Legge* núm 116, de 11 de agosto de 2014 (GU núm. 192, de 20 de agosto de 2014).

Decreto Legislativo núm. 58, de 24 de febrero de 1998, *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.*

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO L 142 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 sociedades cotizadas (DO L 184 de 14 de julio de 2007).

Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (DO L 132 de 20 de mayo de 2017).

*Loi du 13 novembre 1933, réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions* (JORF, núm. 266, de 15 de noviembre de 1933).  
*Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014, visant à reconquérir l'économie réelle* (JORF, núm. 77, de 1 de abril de 2014).

Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial, Bruselas, 9 de abril de 2014, COM (2014), 213 final.

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 núm. 161 de 3 de julio de 2010).

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (DO C 202 de 7 de junio de 2016).

### **Jurisprudencia**

Sentencia Audiolux del Tribunal de Justicia de la Unión Europea”, *El Blog de Juan Sánchez-Calero Guilarte*, 2009 (disponible en <http://jsanchezcalero.com/la-paridad-de-trato-de-los-accionistas-y-la-sentencia-audiolux-del-tribunal-de-justicia-de-la-union-europea/>; última consulta 12/04/2018).

### **Obras doctrinales y otros documentos**

ADAMS, R. y FERREIRA, D., “One Share, One Vote: The Empirical Evidence”, *ECGI Finance Working Paper*, n. 177/2007.

ALFARO, J., “Propiedad dispersa vs propiedad concentrada en las sociedades cotizadas”, *Derecho Mercantil*, 2013 (disponible en <http://derechomercantiles pana.blogspot.com.es/2013/09/propiedad-dispersa-vs-propiedad.html>; última consulta 16/04/2018).

ALFARO, J., “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”, *Noticias de la Unión Europea*, 2016.

AZOFRA, F., “El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n. 4, 2003, pp. 31-44.

BOLTON, P. y SAMANA, F., “Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5, n. 3, 2013, pp. 38-49.

BOOTSMA, B., “An Eclectic Approach to Loyalty-Promoting Instruments in Corporate Law: Revisiting Hirschman's Model of Exit, Voice, and Loyalty”, *Erasmus Law Review*, vol. 6, n. 2, 2013, pp. 111-130.

BURKART, M. y LEE, S., “The One Share-One Vote Debate: A Theoretical Perspective”, *ECGI Finance Working Paper*, n. 176/2007.

Commission Staff Working Document, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, Bruselas, 12 de diciembre de 2007, SEC (2007), 1705.

Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, *Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea – Un plan para avanzar*, Bruselas, 21 de mayo de 2003, COM (2003), 284 final.

Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, *Plan de Acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo – un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y viabilidad de las empresas*, Estrasburgo, 12 de diciembre de 2012, COM (2012), 740 final.

DALLAS, L.L., “Short-termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance”, *San Diego Legal Studies*, n. 12-078, 2012, pp. 266-363.

DELVOIE, J. y CLOTTENS, C., “Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares”, *Law and Financial Markets Review*, vol. 9, n. 1, 2015, pp. 19-28.

DEMINOR RATING, *Application of the one share-one vote principle*, de marzo de 2005.

PAJUSTE, A., “Determinants and consequences of the unification of dual-class shares”, *ECB Working Paper*, n. 465, 2005.

FERNÁNDEZ, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017, p. 24.

GALLOIS, L., “Pacte pour la compétitivité de l’industrie française”, *La Documentation française*, 2012.

GANDÍA, 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*, n. 65, 2016, pp. 173-203.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Proporcionalidad entre capital y voto: mecanismo de quiebra del principio y su fundamento societario”, *Cuadernos de la Cátedra Garrigues*, vol. 4, 2015, pp. 5-13.

GILSON, R.J. y GORDON, J.N., “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 438, 2013, pp. 863-927.

GROSSMAN, S.J. y HART, O.D., “One share-one vote and the market for Corporate control”, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, pp. 175-202.

GURREA MARTÍNEZ, A., “El uso de acciones con voto múltiple como estrategia regulatoria para la atracción de salidas de bolsa”, *Blog Centro de Estudios Garrigues*, 2018 (disponible en <http://blog.centrogarrigues.com/uso-acciones-voto-multiple/>; última consulta 17/04/2018).

IBERDROLA., *Anexo al Informe del Consejo de Administración en relación con la modificación de los estatutos sociales*, Junta General de Accionistas, 2016.

Informe sobre la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial, COM (2014) 0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121 (COD).

INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS), SHEARMAN & STERLING LLP y EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI), *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, de mayo de 2007.

IRRC INSTITUTE e ISS, *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review*, de octubre de 2012.

ISAKSSON, M. y Çelik, S., “Who cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets”, *OECD Working Papers*, n. 8, 2013.

KAY, J., *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report*, de julio de 2012.

LEÓN SANZ, F.J., “Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (*control-enhancing mechanisms*, CEM): el cambio de rumbo”, *Working Paper IE Law School*, 2010.

Libro Verde sobre la financiación a largo plazo de la economía europea, Bruselas, 25 de marzo de 2013, COM (2013), 150 final.

PACCES, A.M., “Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive”, *ECGI Law Working Paper*, n. 353/2017.

PAPADOPOULOS, T., “Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive”, *Icfai University Press*, 2008, pp. 1-2.

PWC, *Reflexiones para el debate sobre las limitaciones del derecho de voto*, de junio de 2010.

REFLECTION GROUP ON THE FUTURE OF EU COMPANY LAW, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, de abril de 2011, p. 4.

SÁEZ LACAVE, M.I., “Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto”, *InDret: Revista para el análisis del Derecho*, n. 1, 2011, p. 2-48.

SÁEZ LACAVE, M.I., “Análisis económico de las cláusulas estatutarias de reconversión de acciones -voto múltiple/ordinarias- y doble estructura accionarial”, *Cuadernos de la Cátedra Garrigues*, vol. 4, 2015, pp. 15-29.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La paridad de trato de los accionistas y la Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala 4ª), de 15 de octubre de 2009 (asunto C-101/08).

THE ASPEN INSTITUTE, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, de diciembre de 2009.

THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, de noviembre de 2002.

VELASCO, J., “The Fundamental Rights of the Shareholder”, *Scholarly Works*, n. 311, 2006, pp. 407-467.

VENTORUZZO, M., “Europe’s Thirteenth Directive and US Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends”, *Texas International Law Journal*, vol. 41, n. 2, 2006.

VENTORUZZO, M., “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”, *ECGI Law Working Paper*, n. 288/2015.