



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

**FACULTAD DE DERECHO**

***LAS LOYALTY SHARES EN LAS SOCIEDADES  
COTIZADAS ESPAÑOLAS***

Autor: Rodrigo Fernández-Chillón García-Moreno

5ºE3 B

Derecho de Sociedades.

Tutor: Prof. Dr. D. Abel Benito Veiga Copo

Madrid  
Junio de 2020

**Resumen:**

A través del presente trabajo de fin de grado se pretende realizar un estudio del mecanismo de las *loyalty shares* o acciones de lealtad, que han sido introducidas por el legislador español en el Anteproyecto de Ley de Fomento de implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Con el fin de alcanzar dicho objetivo se expone una explicación del principio de proporcionalidad entre capital – voto y de posibles desviaciones del mismo. Asimismo, se analizan los principales problemas que se dan en las estructuras accionariales de las sociedades cotizadas con respecto a los accionistas minoritarios, los inversores institucionales y los *hedge funds* y cómo el activismo accionarial puede ser empleado para luchar contra el cortoplacismo. Del mismo modo, se realiza un análisis de los ordenamientos jurídicos italiano y francés donde las *loyalty shares* han sido implementadas, enunciando las ventajas y desventajas que supone su introducción con respecto a los derechos de voto de los accionistas. Por último, se explica la regulación establecida por el legislador español con respecto al sistema de las *loyalty shares*, realizando una breve crítica al mismo y formulando posibles medidas que coadyuven a su funcionamiento eficaz. En consecuencia, el fin último de este trabajo es determinar la validez y utilidad que las *loyalty shares* pueden tener en la lucha contra el cortoplacismo en las sociedades cotizadas españolas.

**Palabras clave:** acciones de lealtad, principio de proporcionalidad, sociedades cotizadas, derechos de voto, activismo accionarial, cortoplacismo.

## **Abstract:**

The purpose of this thesis is to study the mechanism of loyalty shares, which have been introduced by the Spanish legislator into the draft bill on the promotion of long-term shareholder involvement in listed companies (*Anteproyecto de Ley de Fomento de implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizada*). In order to achieve this goal, the principle of proportionality between capital and vote and the possible deviations from it are explained. In addition, it analyses the main problems in the shareholding structures of listed companies concerning minority shareholders, institutional investors, and hedge funds and how shareholder activism can be used to prevent short-termism. We also analyze the Italian and French legal systems where loyalty shares have been implemented, stating the advantages and disadvantages of their introduction for shareholders' voting rights. Finally, we explain the regulation introduced by the Spanish legislator concerning the loyalty share system, making a brief analysis of it and formulating possible measures that contribute to its effective functioning. Consequently, the ultimate goal of this paper is to determine the validity and usefulness that loyalty shares can have in the fight against short-termism regarding Spanish listed companies.

**Key words:** Loyalty shares, principle of proportionality, listed companies, voting rights, shareholder activism, short-termism.

# TFG: Las *loyalty shares* en las sociedades cotizadas españolas

## Índice de contenido:

LISTADO DE ABREVIATURAS .....	5
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.....	6
CAPÍTULO II. EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD.....	8
1.    DESARROLLO DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL.....	8
1.1    Noción del principio de proporcionalidad.....	8
1.2    Desarrollo del principio de proporcionalidad en las sociedades de capital.....	8
2.    RUPTURA CON EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD.....	10
2.1    Ruptura en ordenamientos jurídicos de nuestro entorno.....	10
2.2    La posición de la doctrina.....	11
3.    LÓGICA ECÓNOMICA DETRÁS DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD.....	13
CAPÍTULO III. ACTIVISMO ACCIONARAL Y GOBIERNO CORPORATIVO.....	16
1.    EL ACTIVISMO ACCIONARIAL COMO HERRAMIENTA EN EL GOBIERNO CORPORATIVO.....	16
2.    PROBLEMAS EN LAS NUEVAS ESTRUCTURAS ACCIONARIALES.....	17
2.1    La apatía racional del accionista.....	17
2.2    Relevancia de los inversores institucionales.....	18
2.3    La importancia de los <i>Proxy Advisors</i> o Asesores de voto.....	20
2.4    Los <i>Hedge Funds</i> y el activismo especulativo.....	22
CAPÍTULO IV. LAS <i>LOYALTY SHARES</i> EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS.....	25
1.    NOCIÓN DE <i>LOYALTY SHARES</i> O ACCIONES DE LEALTAD.....	25
2.    LAS <i>LOYALTY SHARES</i> EN RÉGIMENES JURÍDICOS DENTRO DE LA UNIÓN EUROPEA.....	28
2.1    El voto doble en el sistema jurídico francés.....	28
2.2    El voto <i>maggiorato</i> sistema jurídico italiano.....	30
3.    BENEFICIOS Y INCONVENIENTOS DEL MECANISMO DE LAS <i>LOYALTY SHARES</i> .....	32
3.1    Beneficios de la implementación de las <i>loyalty shares</i> .....	32
3.2    Inconvenientes de la implementación de las <i>loyalty shares</i> .....	34
3.3    Otros aspectos importantes a considerar.....	36
CAPÍTULO V. APROXIMACIÓN AL SISTEMA ESPAÑOL DE LAS <i>LOYALTY SHARES</i> .....	37
1.    MECANISMOS QUE ALTERAN EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD EN EL SISTEMA JURÍDICO ESPAÑOL.....	37
2.    EL ANTEPROYECTO DE LEY DE FOMENTO DE IMPLICACIÓN DE LARGO PLAZO DE LOS ACCIONISTAS DE SOCIEDADES COTIZADAS.....	42
2.1    Fundamento y principales objetivos.....	42
2.2    Las <i>loyalty shares</i> en el Anteproyecto de Fomento.....	43
2.3    Breve crítica al sistema propuesto en el Anteproyecto de Fomento.....	46
3.    PROBLEMAS Y ALTERNATIVAS PARA FOMENTAR EL ACTIVISMO ACCIONARIAL EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS.....	49
3.1    La estructura accionarial de las sociedades cotizadas españolas del IBEX 35 y la implementación de las <i>loyalty shares</i> .....	49
3.2    Medidas complementarias al sistema de las <i>loyalty shares</i> .....	50

3.3	Imponer un deber de lealtad reforzado a los accionistas. ....	52
<b>CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES. ....</b>		<b>54</b>
<b>BIBLOGRAFÍA. ....</b>		<b>57</b>
<b>ANEXO I. ....</b>		<b>65</b>

## LISTADO DE ABREVIATURAS

Anteproyecto de Fomento	Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.
CEM	<i>Control Enhancing Mechanism</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CONSOB	<i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i>
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OPA	Oferta Pública de Adquisición

## CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.

El presente trabajo de investigación busca analizar el sistema de doble voto por lealtad o *loyalty shares* propuesto en el Anteproyecto de Ley de Fomento de implicación a largo plazo de los accionistas en las Sociedades cotizadas<sup>1</sup>. El mismo, que fue validado por Consejo de Ministros el 3 de marzo de 2020, traspone la Directiva (UE) 2017/828<sup>2</sup>, se enmarca en la política del Plan de Acción de 2012 de la Comisión Europea para crear un marco jurídico moderno con el fin de fomentar la participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas<sup>3</sup>.

Las *loyalty shares* son un mecanismo de fidelización que otorgan un voto adicional a aquellos accionistas de la sociedad que mantienen su participación durante un período mínimo de 24 meses. Por lo que su principal objetivo es premiar la lealtad del accionista con el fin de involucrarle en el largo plazo de la sociedad.

Para analizar el sistema propuesto, se realizará una explicación sobre el principio de proporcionalidad entre capital y voto y cómo los diferentes ordenamientos jurídicos lo han ido abandonando.

Después, se procederá a analizar el activismo accionario como herramienta en la lucha contra el cortoplacismo y las nuevas estructuras accionariales de sociedades cotizadas, exponiéndose los problemas que se asocian a cada tipo de inversor que las constituye.

A continuación, se estudiará el concepto de *loyalty shares*, desengranando los requisitos de su implementación, para después realizar un breve análisis de sistemas jurídicos cercanos al español, como son el francés y el italiano, donde se han implementado las *loyalty shares* para las sociedades cotizadas. Se expondrá de la misma

---

<sup>1</sup> Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. (En adelante el **Anteproyecto de Fomento**).

<sup>2</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.

<sup>3</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 la viabilidad de las empresas.

manera, para qué tipo de sociedades según su demografía accionarial la implementación de las *loyalty shares* trae beneficios y para cuáles pueden generar abusos de poder y conflictos de interés.

Posteriormente, se entrará a examinar el sistema propuesto en el Anteproyecto de Fomento, analizando cuáles son sus fundamentos y objetivos y concluyendo con una breve crítica al sistema propuesto de las *loyalty shares*.

Por último, se procederá a realizar un breve análisis de posibles complementos y alternativas al mecanismo de las *loyalty shares* con el objetivo de fomentar el activismo accionarial.

Debemos tener en cuenta, que la finalidad del Anteproyecto de Fomento es mejorar la participación de los accionistas en el largo plazo para alcanzar un gobierno corporativo más eficiente de las sociedades cotizadas. Además, concretamente las *loyalty shares*, aunque fueron previstas en un primer momento en la Propuesta de la Directiva 2017/828 finalmente no fueron incluidas. Por lo que el legislador español, por iniciativa propia, ha sido quien ha decidido incluirlas con un doble objetivo: convertir el mercado bursátil español en un lugar más competente y atractivo para las empresas europeas que decidan salir a bolsa en el mismo, y proteger a los accionistas estables fomentando su implicación en el largo plazo de las sociedades para lograr el desarrollo de un negocio sostenible<sup>4</sup>.

Por todo ello, el fin último de este trabajo es realizar un análisis teórico y crítico para determinar si el mecanismo propuesto de las *loyalty shares* es adecuado para disminuir el cortoplacismo de los accionistas en las sociedades cotizadas españolas y fomentar el desarrollo de buenas prácticas de gobierno corporativo.

---

<sup>4</sup> Fernández Torres, I. El doble voto por lealtad. Almacén de Derecho, 15 de diciembre de 2019. (Disponible en: <https://almacenderecho.org/el-voto-doble-por-lealtad>; última consulta 29/05/2020).



## CAPÍTULO II. EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD.

### 1. DESARROLLO DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL.

#### 1.1 Noción del principio de proporcionalidad.

El principio de proporcionalidad en las sociedades de capital tiene como base la relación existente entre el capital aportado a la sociedad y el derecho de voto correspondiente al mismo. De esta manera, podría resumirse de manera simple bajo el enunciado: “una acción – un voto”<sup>5</sup>. Por consiguiente, el principio de proporcionalidad en sentido estricto puede diseccionarse en tres normas: ninguna acción sin voto, ningún voto sin acción y no más de un voto por acción<sup>6</sup>.

Este principio se orchestra con el fin democrático de permitir a los inversores de una sociedad participar e influir en las decisiones que se toman en la misma en correlación al capital invertido.

#### 1.2 Desarrollo del principio de proporcionalidad en las sociedades de capital.

Las sociedades coloniales españolas se configuraron siguiendo el modelo aristocrático holandés. En dicho modelo, los socios tenían mínima influencia en las decisiones tomadas por la junta, sobre todo por la intervención del estado que limitaba enormemente el poder de los socios. Debemos tener en cuenta que este tipo de compañías fueron diseñadas con el objetivo de financiar el comercio marítimo, especialmente en América<sup>7</sup>.

En el siglo XIX se produce un cambio económico en las sociedades anónimas, que conlleva la progresiva privatización de las mismas con el objetivo de recaudar fondos para su desarrollo e inversión en grandes proyectos. Este hecho provoca cambios en las

---

<sup>5</sup> Fernández Torres, I. *Las Loyalty shares cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017, p. 37.

<sup>6</sup> Alborch Bataller, C. *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, Editorial Tecnos Madrid, 1977, p. 43.

<sup>7</sup> Alfaro Águila-Real, J. Una breve historia de la Sociedad anónima y del comercio transoceánico. Almacén de derecho, 2016. (Disponible en <https://almacenederecho.org/una-breve-historia-la-sociedad-anonima-comercio-transoceanico/>; última consulta 10/4/2020).

formas organizativas de las sociedades otorgando poder de decisión, derechos y libertades a los accionistas en función del capital aportado. El punto álgido se alcanzará con la publicación del Código de Comercio de 1885, que establece la proporcionalidad entre el derecho de los socios de tomar decisiones e influir en la sociedad y su inversión de capital en la misma<sup>8</sup>.

No será hasta principios del siglo XX cuando el principio de proporcionalidad florecerá como un mecanismo integrador del ascenso de las sociedades de capital debido a las necesidades de financiación y crecimiento de la mismas. De esta manera, las sociedades de capital podrán atraer a grandes inversores interesados en participar en la vida y decisiones de la sociedad<sup>9</sup>. Además su introducción está directamente relacionada con la protección al inversor en cuanto su capital aportado, es decir, con relación al riesgo de su inversión<sup>10</sup>.

Debemos señalar que, mientras que la Ley de Sociedades de Capital de 1951<sup>11</sup> no reconoce expresamente el principio de proporcionalidad, será en la Ley de Sociedades de Anónimas de 1989<sup>12</sup> en la que se establezca por primera vez, señalándose que los acuerdos de la Junta General serán aprobados por mayoría de votos de los accionistas en proporción a su capital aportado. De la misma manera, el artículo 50.2 de dicha ley añade que “ *No es 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* ”<sup>13</sup>.

Nuestra actual Ley de Sociedades de Capital de 2010<sup>14</sup>, sigue la misma corriente que la de 1989, consagrándose el principio de proporcionalidad en los artículos 96.2 y 188.2. Sin embargo, existen una serie de excepciones que desarrollaremos más adelante en profundidad, y entre las que debemos incluir ahora el mecanismo de *loyalty shares* introducido en el Anteproyecto de Fomento.

---

<sup>8</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit.*, p 40.

<sup>9</sup> Girón, J. Derecho de Sociedades Anónimas, Valladolid, 1952, p. 51.

<sup>10</sup> Alborch Bataller, C. (1977). *El derecho de voto del accionista...* *Loc. Cit.*, p. 43.

<sup>11</sup> Ley de 17 de julio sobre régimen jurídico de las Sociedades Anónimas. BOE núm. 199, de 18 de julio de 1951, páginas 3355 a 3374.

<sup>12</sup> Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. BOE núm. 310, de 27 de diciembre de 1989, páginas 40012 a 40034.

<sup>13</sup> Sánchez-Calero, J., Menéndez, A. y Beltrán, E.M. Comentario al art. 50 de la LSA en Uría/Menéndez/Olivencia en *Comentario legal de las sociedades Mercantiles.*, Civitas. 1992, p. 153

<sup>14</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 03/07/2010.

## 2. RUPTURA CON EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD.

### 2.1 Ruptura en ordenamientos jurídicos de nuestro entorno.

Existen numerosos ordenamientos a nuestro alrededor que han ido proponiendo una ruptura progresiva del principio de proporcionalidad.

En Italia, el principio de proporcionalidad, que, tradicionalmente ha sido un elemento configurador del derecho de sociedades, queda desvirtuado al permitirse a todo tipo de sociedad de capital emitir acciones sin derecho de voto. Además, las sociedades no cotizadas pueden emitir acciones de voto múltiple hasta un máximo de 3 con el fin de fomentar la salida a bolsa y facilitar la financiación de las pequeñas y medianas empresas, que son mayoritarias en el entramado empresarial italiano; mientras que las sociedades cotizadas pueden establecer acciones de lealtad, con el propósito de fomentar la estabilidad en la gestión y la creación de valor en largo plazo<sup>15</sup>.

En Francia, el Código de Comercio prevé en su artículo 225-13 la posibilidad de emisión de acciones de voto múltiple, siempre que se encuentre previsto en los estatutos de la sociedad y bajo unas condiciones reguladas.

En Alemania, la emisión de acciones de voto múltiple está permitida, siempre que se realice con permiso ministerial y con el fin de beneficiar a los accionistas de la sociedad<sup>16</sup>.

Por otra parte, el derecho de sociedades americano está configurado de manera que el principio de *un voto - una acción* es la base de partida para las sociedades cotizadas (hay que tener en cuenta que no se encuentra específicamente incluido en ningún *federal statute* o *state regulation*, sino en las normas de cotización de la Bolsa de Nueva York, NYSE<sup>17</sup>). Sin embargo, las sociedades de capital pueden introducir en sus estatutos todo tipo alteraciones al principio de proporcionalidad, desde acciones sin derecho a voto hasta acciones que conceden derecho a más votos sin relación al capital aportado. Esto ha llevado a la migración de muchas empresas desde la NYSE a la *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (NASDAQ), cuya regulación es más permisiva.

---

<sup>15</sup> Este sistema está vigente tras ser introducido en el *Decreto legge 91*, de 24 de 2014. Lo desarrollaremos a fondo más adelante.

<sup>16</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit.*, p. 50.

<sup>17</sup> Thompson, R. y Edelman H. Corporate Voting, 62 *Vanderbilt Law Review* 127. 2009. (Disponible en: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol62/iss1/3> última consulta 10/4/2020).

Como podemos comprobar, la mayoría de los ordenamientos jurídicos similares al español han ido permitiendo alteraciones al principio de proporcionalidad con diversos fines.

## 2.2 La posición de la doctrina.

La doctrina ha ido cambiando su postura a cerca de la ruptura con el principio de proporcionalidad para las sociedades de capital. Sus principales valedores argumentan que la introducción del principio de proporcionalidad permite la disminución de costes (especialmente de agencia) que aparecerían si no se mantuviese la estructura *una acción-un voto*. Además, las alteraciones a este principio suelen provocar que el cambio de control en la sociedad sea muy dificultoso, permitiendo que los administradores de la misma se mantengan en el cargo por largos períodos de tiempo<sup>18</sup>. Además, la ruptura con el principio puede llevar a la acumulación de poder en ciertos accionistas de control, llevándolos a actuar con el fin de obtener beneficios propios.

De la misma manera, las alteraciones al principio de proporcionalidad tienen efectos sobre las potenciales ofertas de adquisición sobre la sociedad. Por una parte, porque se altera la discrecionalidad de los administradores repeliendo ofertas que generarían valor para los accionistas; por otra, porque las alteraciones ahuyentan a potenciales adquirientes de la sociedad desincentivando la formulación de ofertas<sup>19</sup>.

Por lo tanto, parece claro que el principio de proporcionalidad debe ser la base de partida para las sociedades cotizadas. Ahora bien, el debate florece cuando se plantea si el principio de proporcionalidad admite alguna alteración que permita lograr el máximo valor para los accionistas y cierta sostenibilidad en la estructura de capital de la sociedad. De esta manera, los defensores de la introducción de matizaciones al principio de proporcionalidad esgrimen que este puede llevar a debilitar los derechos de los accionistas, especialmente influyendo en su independencia y soberanía. Además, argumentan que no se puede considerar a todos los accionistas como una masa conjunta,

---

<sup>18</sup> Goergen, M., Martynova, M., y Renneboog, L. Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe. TILEC Discussion Paper, Vol. 2005/017. 2005. Pp 4-7. (Disponible en <https://pure.uvt.nl/ws/portalfiles/portal/775978/2005-017.pdf>; última consulta 10/06/2020).

<sup>19</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit.*, p. 56.

ya que cada uno de ellos persigue sus propios intereses en la sociedad, los cuales los llevan a actuar de una manera u otra.

Del mismo modo, debemos hacer una referencia a los conflictos de interés que pueden surgir en una sociedad. En las sociedades de capital disperso como las norteamericanas, donde los principales problemas surgen entre los administradores y los accionistas, las alteraciones al principio de proporcionalidad pueden suponer la disminución de los costes de agencia de control, al dar un mayor poder a los accionistas minoritarios<sup>20</sup>.

Sin embargo, debemos señalar que las alteraciones del principio de proporcionalidad no solucionan los problemas que surgen entre los socios mayoritarios y los minoritarios, típicos de las sociedades de capital concentrado de Europa continental<sup>21</sup>.

Si nos referimos a abusos de la mayoría, las alteraciones al principio de proporcionalidad pueden suponer un aumento de poder para los socios de control, los cuales, pueden optar por oprimir al resto de accionistas a través del alineamiento de sus intereses personales con el interés social. De esta manera, pueden plantear en la Junta de Accionistas cuestiones personales revestidas de intereses legítimos para la sociedad<sup>22</sup>. Otros abusos que se pueden producir son la instauración de políticas de no reparto de dividendos o la restricción del derecho de información de los accionistas (especialmente, con relación a la convocatoria de la Junta General)<sup>23</sup>.

Asimismo, si se aumenta el poder de los accionistas minoritarios, estos pueden optar por obstruir la consecución del interés social. De esta forma, los accionistas minoritarios pueden decidir no asistir a la Junta General cuando se requiere un quorum reforzado establecido en la ley o los estatutos. De manera similar, se produce una obstrucción de la minoría si decidiesen no ejercer sus derechos de voto para aprobar un asunto que requiere una cuota a favor reforzada, como puede ser una modificación estatutaria<sup>24</sup>.

---

<sup>20</sup> Jensen, M. y Meckling, H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4. Octubre de 1976. Pp. 305-360.

<sup>21</sup> Enriques, L. y Volpin, P. Corporate Governance Reforms in Continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21 (1). 2007. Pp. 117 a 140. (Disponible en <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.21.1.117>; última consulta 19/06/2020).

<sup>22</sup> Megías López, J. Oposición y obstruccionismo en las sociedades de capital cerradas: abuso de mayoría y de minoría», *Anuario Jurídico y Económico Escorialense*, XLVII. 2014. Pp. 30-35. (Disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4639613>; última consulta 19/06/2020).

<sup>23</sup> *Idem.*

<sup>24</sup> *Idem.*

Por último, la introducción práctica del principio de proporcionalidad en las sociedades de capital no es tan sencilla y puede ser vulnerada fácilmente con determinados mecanismos como estructuras piramidales de voto. Del mismo modo, más recientemente, el principio de proporcionalidad se ha visto alterado por los nuevos instrumentos contruidos a través de ingeniería financiera que dificultan enormemente determinar quien es el accionista último al que se le deben conceder derechos por ser titular de sus acciones<sup>25</sup>.

Parece claro que no existe una solución única que se adapte a todo tipo de sociedades debido al diferente entramado de accionistas que las componen, así como su contexto jurídico y económico. De esta manera, la doctrina ha llegado a la conclusión de que el principio de proporcionalidad debe ser el inicio desde el que parta la configuración de los derechos de voto de los accionistas, y que, las matizaciones a este son admisibles siempre que se trate de situaciones singulares y cuya introducción esté justificada<sup>26</sup>.

### 3. LÓGICA ECÓNOMICA DETRÁS DEL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD.

La doctrina defiende que la introducción del principio de proporcionalidad tiene su razón económica en la relación existente entre el control que ejerce un accionista y el capital o riesgo de su inversión. Esto conduce a los accionistas a querer maximizar el valor de su inversión, por lo que el ejercicio de su derecho de voto se basa en obtener incentivos económicos<sup>27</sup>. Partiendo desde esta perspectiva, el accionista buscará el control de la sociedad aumentando la demanda por las acciones y en consecuencia su valor. De esta manera, cuando el sistema de voto es proporcional al capital aportado, mayores incentivos tendrán los accionistas para lograr el interés social y mayor control se podrá ejercer sobre los administradores de la sociedad. Inversamente, cuando existan modificaciones del principio que permitan un mayor control en relación con el riesgo de la inversión, la búsqueda de los beneficios propios de los accionistas de control aumentará

---

<sup>25</sup> Fuentes Naharro, M. Propiedad y control: problemática asociada a los grupos de estructura piramidal. El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el derecho de sociedad. Cuadernos de la Cátedra Garrigues, vol 4. 2015, p. 31.

<sup>26</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit.*, p. 57.

<sup>27</sup> Ringe, W. Deviations from Ownership-Control Proportionality - Economic Protectionism Revisited. Company Law and Economic Protectionism. Oxford Legal Studies Research Paper No. 23. 2010. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1789089>; última consulta 13/04/2020).

provocando la pérdida de valor de la empresa<sup>28</sup>. Imaginemos por ejemplo, la aceptación de una oferta por una rama del negocio de la sociedad por un precio inferior a su valor real, ya que el accionista de control posee una participación o interés privado superior en la sociedad adquiriente<sup>29</sup>.

Sin embargo, surgen problemas al principio de proporcionalidad desde un punto de vista económico en aquellas sociedades cuya capital está muy concentrado en varios socios, en cuyo caso pueden fomentar la búsqueda de sus intereses privados. También dificultan enormemente las posibles tomas de posiciones control dentro de la sociedad al ser necesario negociar con los ellos para poder entrar a participar en dichas sociedades.

Lo expuesto anteriormente conlleva que las salidas a bolsa o ampliaciones de capital realizadas por sociedades que buscan financiación y cuya estructura de capital sigue el principio *una acción – un voto*, estén condicionadas por dos premisas: el mantenimiento del control de la sociedad por los socios mayoritarios y la oferta atractiva a posibles inversores. La consecución de ambos objetivos bajo esta estructura puede suponer el encarecimiento de la financiación<sup>30</sup>.

En sentido contrario, las matizaciones que se producen al principio de proporcionalidad permiten al socio mayoritario mantener el control al mismo tiempo que aumenta su riqueza y el valor de la sociedad en el supuesto de salida a bolsa.

Dentro de dichas desviaciones, son muy típicas en el mercado americano, las salidas a bolsa que mantienen una doble estructura accionarial (*dual class ownership*): las acciones de clase A que ostentan un voto por acción, y un segundo tipo de acciones de clase B, que ostentan voto plural. De esta manera, los socios de control (normalmente suele coincidir con los fundadores y gestores de la sociedad) pueden mantener el gobierno de la sociedad a pesar de contar con posiciones de capital minoritarias. Este tipo de estructura de capital incentiva enormemente las salidas a bolsa desde un punto de vista financiero-económico<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup> Jensen, M. y Meckling, H. Theory of the firm... *Loc. Cit.*

<sup>29</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit.*, p. 59.

<sup>30</sup> *Idem.*

<sup>31</sup> Sáez Lacave, I. Análisis económico de las cláusulas estatutarias de reconversión de acciones – voto múltiple/ordinarias y doble estructura accionarial. El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el derecho de sociedades. Cuadernos de la Cátedra Garrigues, vol 4. Julio de 2015, p. 16.

Por todo lo expuesto, podemos señalar que el análisis económico tampoco permite llegar a una conclusión determinada, existiendo aspectos tanto positivos como negativos con respecto al principio de proporcionalidad.



### **CAPÍTULO III. ACTIVISMO ACCIONARIAL Y GOBIERNO CORPORATIVO.**

#### **1. EL ACTIVISMO ACCIONARIAL COMO HERRAMIENTA EN EL GOBIERNO CORPORATIVO.**

El gobierno corporativo de las sociedades cotizadas se ha convertido en uno de los temas de mayor relevancia en la actualidad, principalmente debido a las malas prácticas que causaron el desgobierno corporativo que originó la crisis financiera del 2008<sup>32</sup>.

Para que se cumplan las buenas practicas y objetivos del mismo parece de especial importancia que los accionistas formen parte de la vida social de la empresa. Por lo tanto, la implicación del accionista es necesaria con el fin de evitar conflictos de interés, abusos de poder y falta de diligencia por parte de los administradores de las sociedades<sup>33</sup>.

Dichos problemas se acentúan más aún en el caso de las sociedades cotizadas cuyo capital es muy disperso, dado que la pasividad y falta de interés de los accionistas puede provocar que la gestión y toma de decisiones sean realizadas en su totalidad por los administradores, los que pueden optar por actuar en interés propio<sup>34</sup>.

Todo ello ha llevado al legislador a fomentar la implicación efectiva y sostenible de los accionistas en el largo plazo con el objetivo de impulsar las buenas prácticas de gobierno corporativo y conseguir el alineamiento de los intereses de los accionistas con los de la sociedad. De esta manera, se busca evitar abusos de poder por parte de los administradores o gestores de la sociedad.

El término activismo accionarial hace referencia a aquellos accionistas que además de tener en cuenta los aspectos financieros de su inversión, consideran también los términos estratégicos de la misma. Por ello, cuando aludimos a accionistas activistas estamos indicando que ejercen los derechos y deberes inherentes a la titularidad de sus acciones<sup>35</sup>. Especialmente, podemos considerar que el ejercicio del derecho de voto por

---

<sup>32</sup> Bolton, P. y Samama, F. L-Shares: Rewarding Long-Term Investors . ECGI - Finance Working Paper. No.342/2013. 1 de Noviembre de 2012. Pp. 2-3. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2188661> ; última consulta 28/04/2020).

<sup>33</sup> García Mandaloniz, M. “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con divulgación de la información no financiera”. Revista de Derecho de Sociedad núm. 54/2018 parte Estudios. 2018. Pp. 3-4.

<sup>34</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit. Cfr.*, p. 118.

<sup>35</sup> Ringe, W. Shareholder Activism: A Renaissance. en Gordon, J. y Ringe, W. en *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance.*, Oxford University Press. 2015, p. 387.

estos accionistas tiene como objetivo supervisar la labor de los administradores y gestores de la sociedad, aunque no es la única forma de activismo accionarial<sup>36</sup>.

Además, es importante tener en cuenta la diversidad que supone el entramado accionarial de cada sociedad lo que supone la difícil implantación del activismo<sup>37</sup>. Primero, porque se presume que los intereses de los accionistas coinciden entre sí, y segundo, porque se considera que el titular de la acción es el mismo titular de los derechos de la misma, cuando en muchas ocasiones esta doble titularidad no concurre<sup>38</sup>.

A continuación, se analizarán los principales actores que forman parte de las estructuras accionariales de las sociedades cotizadas, teniendo en cuenta cómo suelen participar en las mismas y cuáles son los principales problemas que conlleva dicha participación.

## 2. PROBLEMAS EN LAS NUEVAS ESTRUCTURAS ACCIONARIALES.

### 2.1 La apatía racional del accionista.

Existen ciertos accionistas que no tienen incentivos, más allá de la rentabilidad económico – financiera, para ejercer los derechos relativos a la titularidad de sus acciones, por lo que deciden actuar pasivamente. Ya señalaba Rodrigo Uría en los años cuarenta que es tipo de accionistas presentan anemia a la hora de ejercer sus derechos de voto, denominando a esta pasividad “apatía racional del accionista”<sup>39</sup>.

La razón de la pasividad de estos accionistas reside en su percepción de que el coste de obtención y análisis de la información de la sociedad y el ejercicio de sus respectivos derechos es mucho mayor a la influencia y beneficios que se extraen de dicho ejercicio<sup>40</sup>. Dichos costes no son solo económicos, sino que también supone para el accionista un gran esfuerzo conocer en profundidad todos los asuntos que se someten a voto en la Junta,

---

<sup>36</sup> Herrero Morant, Rebeca. *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas*, Marcial Pons, Madrid, 2019. Pp. 238-239.

<sup>37</sup> Ringe, W. *Shareholder Activism: A Renaissance. Loc. Cit.*

<sup>38</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit. Cfr.*, p. 122.

<sup>39</sup> Uría, R. El derecho de voto del accionista. *Revista crítica de Derecho Inmobiliario*. Núm. 178. Marzo 1943. Pp. 168-169.

<sup>40</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit. Cfr.*, p. 128.

así como estudiar en profundidad el desempeño empresarial con relación a su sector de actividad. Más aumentarán dichos costes si la sociedad no hace esfuerzos por comunicar a los accionistas de manera transparente y en detalle la información relevante sobre los asuntos que está desarrollando. Por consiguiente, la apatía racional está vinculada tradicionalmente a los accionistas minoritarios cuyos recursos son escasos y cuyo nivel de influencia en la sociedad es menor; por lo tanto, si actúan racionalmente optarán por vender las acciones que poseen o no actuar, antes de tomar decisiones basadas en la información societaria<sup>41</sup>.

Como hemos expuesto anteriormente, parece necesario que las sociedades cuenten con accionistas activos para el buen desarrollo y gobierno de las mismas. Lograr la involucración de los accionistas, especialmente de los accionistas minoritarios, se presenta como uno de los mayores retos de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en los próximos años<sup>42</sup>. Especialmente parece de vital relevancia el fomento del ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas, incluso teniendo en cuenta que puede parecer que los votos ejercidos por accionistas minoritarios no tienen impacto en la sociedad. Sin embargo, la doctrina considera que el ejercicio del derecho de voto es la herramienta más efectiva para revisar y controlar la labor de los administradores con el fin de evitar que se produzcan abusos de poder por parte de los mismos<sup>43</sup>.

De esta manera, la Comisión Europea ha optado por reforzar los derechos de los accionistas y su implicación a largo plazo, con el objetivo de lograr un mejor gobierno corporativo, especialmente a través del Plan de Acción de 2012 sobre Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo.

## 2.2 Relevancia de los inversores institucionales.

La categoría de inversor institucional integra una pluralidad de entidades las cuales gestionan la inversión de un conjunto de personas asumiendo tanto el control como el

---

<sup>41</sup> Black, Bernard S. Shareholder Passivity Reexamined. Michigan Law Review, Vol. 89. 1990. Pp. 532-533. (Disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.366820> última consulta 13/04/2020).

<sup>42</sup> De Carlos Beltrán, L. *La Sociedad Cotizada*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez 39/2015., p. 42. (Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4613/documento/at02.pdf?id=5765>; última consulta 15/04/2020).

<sup>43</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit.*, p. 129.

poder de decisión para ello. Por lo que el factor diferencial de un inversor institucional no es el tipo de sujeto concreto, sino la gestión de inversiones colectivas por medio de entidades que se dedican profesionalmente a ello<sup>44</sup>.

Aún así debemos hacer una distinción dentro de los sujetos que se pueden considerar como inversores institucionales. Por una parte, destacamos a los inversores institucionales tradicionales, grupo en el que se englobarían tanto las Instituciones de Inversión Colectiva como los Fondos de Pensiones. Su principal característica, es que sus respectivas regulaciones les impiden mantener posiciones de dominio en las sociedades donde invierten, y además, tienen la obligación de diversificar sus inversiones<sup>45</sup>.

Dichas restricciones no son aplicables al segundo tipo de sujetos, que abarcaría a las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (especialmente los fondos de alto riesgo o *hedge funds*), basándose en que, al tratarse de inversores cualificados con gran formación, requieren de una menor protección legal.

Estas diferencias provocan que el patrón de comportamiento entre un grupo y el otro sea diferente. Los inversores institucionales tradicionales solían no ejercer sus derechos de voto, o cuando lo hacían, solían votar de acuerdo con lo determinado por el Consejo de Administración de la sociedad. Además, debemos tener en cuenta que la cartera de este tipo de inversores está muy diversificada, por lo que sería muy costoso (no solo económicamente) obtener información y conocer todos los sectores en los que se invierte con el fin de tomar decisiones relativas a la gestión de las sociedades<sup>46</sup>. Por lo tanto, en numerosas ocasiones optan por mantener un nivel de rentabilidad conforme al mercado, lo que los lleva a abstenerse a la hora de ejercer sus derechos de voto o vender su participación para obtener liquidez con el fin de compensar las pérdidas de su cartera (lo que se conoce como *“vote with the feet”*<sup>47</sup>). En consecuencia, también debemos

---

<sup>44</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit.Cfr*, p. 146.

<sup>45</sup> Las Instituciones de Inversión Colectiva se regulan en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, BOE núm. 265 del 05/11/2003 (en adelante, LIIC) y los Fondos de Pensión se regulan en el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensión, BOE núm. 298 de 13/12/2002 (en adelante RDFP).

<sup>46</sup> Puente González, I. La influencia del activismo accionario en el gobierno corporativo de sociedades cotizadas. Régimen Jurídico Comparado: España, Estados Unidos y Reino Unido. Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales num. 5/2017 parte Estudios. Editorial Aranzadi, S.A.U., Cizur Menor. 2017.

<sup>47</sup> *Idem*.

considerar que la apatía racional afecta a los inversores institucionales cuyo principal objetivo es la rentabilidad a corto plazo.

Sin embargo, esta tendencia ha ido cambiando, especialmente con la relevancia que se les ha otorgado para la implantación y consecución de un gobierno corporativo exitoso<sup>48</sup>, haciendo que los inversores institucionales tradicionales juegan un papel clave en la toma de decisiones de la sociedad. Alfaro Águila-Real expone que los inversores han decidido alterar su patrón de comportamiento debido a la labor del legislador, lo que los ha llevado a tomar un papel más activo en la toma de decisiones de gobierno de la sociedad o en el apoyo en entidades asesoras (*proxy advisors*) en los casos en los que no tienen suficiente conocimiento para tomar decisiones<sup>49</sup>.

Por lo tanto, este tipo de activismo es *ex post*, ya que normalmente se produce cuando están insatisfechos con la labor de gobierno de los gestores, y por lo tanto se deciden a actuar<sup>50</sup>.

### 2.3 La importancia de los *Proxy Advisors* o Asesores de voto.

Como hemos apuntado los *proxy advisors* o entidades asesoras de voto han adquirido una especial importancia en la toma de decisiones en las sociedades cotizadas. Su principal labor es proveer ayuda a los inversores institucionales que presentan la apatía racional, ya que se centran en la rentabilidad económica de su inversión, o porque no tienen suficiente tiempo para conocer los asuntos de todas las sociedades en las que han invertido<sup>51</sup>.

Perdices Huetos expone que el aumento de su importancia está directamente relacionada con la exigencia que se hace a los inversores institucionales de que ejerzan sus derechos de voto, así como la necesidad de incrementar la transparencia en sus

---

<sup>48</sup> El Informe Olivencia de 1998, que recoge las principales recomendaciones para el buen gobierno de las sociedades cotizadas indica la relevancia de los inversores institucionales y cómo pueden favorecer al control de la gestión.

<sup>49</sup> Alfaro Águila-Real, J. Activismo Accionario. Almacén de derecho, 2014. (Disponible en: <https://derechomercantiles.ana.blogspot.com/2014/05/activismo-accionario-i.html>; última consulta 15/04/2020).

<sup>50</sup> Sáez Lacave, I. Activismo Accionario, Hedge Funds y el artículo 161 de la LSC. Revista InDret, Vol. 8 2018, p. 27. (Disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290788](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290788); última consulta 23/04/2019).

<sup>51</sup> Hernández Peñasco, R. Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Revista de Derecho de Sociedades num.48/2017 parte Estudios Editorial Aranzadi, S.A.U., Cizur Menor, 2017, p. 3.

políticas de voto<sup>52</sup>. Del mismo modo, en España han aumentado en número debido a la creciente inversión extranjera en sociedades cotizadas<sup>53</sup>.

Por lo tanto, los *proxy advisors* son entidades que se dedican a dar servicios de asesoramiento a los accionistas, especialmente a los inversores institucionales, a cerca de las cuestiones que se someten a voto en la Junta General de Accionistas de sociedades cotizadas, recomendando cómo deben ejercer sus derechos de voto<sup>54</sup>. De esta manera se consigue que los inversores institucionales ejerzan sus votos y se impliquen en la vida social sin que tengan que votar de acuerdo a lo establecido por el Consejo de Administración o “votar con los pies”.

No obstante, estos no son los únicos servicios que proveen los proxy advisors. También pueden ayudar a los Consejos de Administración de las sociedades a preparar los asuntos que se someterán a votación de la Junta, con el objetivo de conseguir un número mayor de votos (*proxy solicitors*). Del mismo modo, pueden establecer instrumentos que facilitan el ejercicio de voto de los accionistas o desarrollar índices de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas<sup>55</sup>

Sin embargo, la doctrina ha señalado que las recomendaciones de los *proxy advisors* traen aparejadas ciertas consecuencias negativas. En primer lugar, surge el problema de la estandarización de las recomendaciones que se dan a los accionistas, aplicando modelos para empresas similares sin tener en cuenta cómo es el mercado o el sector del país de la sociedad que se analiza<sup>56</sup>. Además, pueden surgir conflictos de interés si son contratados por los accionistas para dar recomendaciones de voto y por la sociedad para plantear los asuntos en la Junta, ambos con relación a la misma cuestión. Del mismo modo, los inversores institucionales pueden llegar a confiar en exceso en las recomendaciones de los *proxy advisors*, lo conduce a que se les otorgue una influencia real sobre la gestión y resultados de la sociedad que realmente no deberían tener<sup>57</sup>. Por lo

---

<sup>52</sup> Perdices Huetos, A. Los asesores de voto. Evidencias y mitos desde la polémica de los proxy advisors. Investigaciones y Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo, vol. IV, Madrid, 2013. Pp. 35-37.

<sup>53</sup> Hernández. Peñasco, R. Proxy advisors: funciones que... *Loc. Cit.*

<sup>54</sup> Herrero Morant, R. La problemática en torno a los proxy advisors: el Robo – voting. Blog Facultad de Derecho. 2018. (Disponible en [https://www.blog.fder.uam.es/2018/11/28/la-problematica-en-torno-a-los-proxy-advisors-el-robo-voting-rebeca-herrero-morant/#\\_ftn2](https://www.blog.fder.uam.es/2018/11/28/la-problematica-en-torno-a-los-proxy-advisors-el-robo-voting-rebeca-herrero-morant/#_ftn2); última consulta 15/06/2020).

<sup>55</sup> Hernández. Peñasco, R. Proxy advisors: funciones que desempeñan... *Loc.Cit.*, p. 4.

<sup>56</sup> Herrero Morant, R. La problemática en... *Loc. Cit.*

<sup>57</sup> Perdices Huetos, A. Los asesores de voto... *Loc. Cit.*, p. 38.

tanto, el legislador europeo ha introducido normas que regulan su actividad en la Directiva (UE) 2017/828 y que se trasponen en el Anteproyecto de Fomento.

#### 2.4 Los *Hedge Funds* y el activismo especulativo.

Dentro del grupo considerado como inversores institucionales requiere un especial análisis el activismo accionario llevado a cabo por los fondos de inversión alternativa o *hedge funds*. Los mismos han surgido ante la pasividad del resto de inversores institucionales y su actividad no está sujeta a las limitaciones regulatorias de control y a la obligación de diversificación<sup>58</sup>.

La estrategia de inversión de este tipo de fondos consiste en la adquisición de una participación significativa en la sociedad cotizada, que no llega a ser de control, con el objetivo de influir en las decisiones estratégicas. Por lo tanto, se trata de un activismo ofensivo o *ex ante*, ya que primero se analizan exhaustivamente las sociedades en las que su intervención podría generar creación de valor con el fin de compensar los altos riesgos de la inversión<sup>59</sup>. Normalmente se centran en sociedades saneadas financieramente pero que tienen problemas de gobierno o ineficiencias en la gestión, por lo que se puede generar valor rápidamente<sup>60</sup>.

En una primera instancia, contactan con los gestores de la sociedad para implementar estrategias con el propósito de aumentar el valor de las acciones de la misma. Sin embargo, cuando estas negociaciones no son fructíferas, los *hedge funds* cambian a una estrategia agresiva basada en movilizar a los inversores pasivos (especialmente a los institucionales) para que voten sus propuestas. También pueden optar por solicitar representación pública o tomar acciones prestadas, lo que lleva al *empty voting*<sup>61</sup>.

---

<sup>58</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit.*, p. 148.

<sup>59</sup> Alfaro Águila-Real, J. *Activismo Accionario. Loc. Cit.*

<sup>60</sup> Sáez Lacave, I. *Activismo Accionario... Loc. Cit.*, p. 28-29.

<sup>61</sup> Gilson, R. y Gordon, J., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*. *Columbia Law Review*, 2013. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2206391>; última consulta 20/04/2020).

Cabe señalar que este tipo de estrategias de inversión conllevan niveles de riesgo y costes de financiación mucho mayores que las de los inversores institucionales tradicionales.

Las actuaciones desarrolladas por los *hedge funds* encaminadas a maximizar el valor de la sociedad se diferencian en cuatro categorías: modificaciones estructurales de la sociedad y desinversiones de las participaciones no relacionadas con el negocio, aumento del reparto de dividendos, medidas para mejorar la gestión del negocio de la sociedad y medidas de gobierno corporativo<sup>62</sup>.

El último punto que tener en cuenta con respecto a los *hedge funds* es el sistema de remuneración de sus gestores, los cuales obtienen un porcentaje fijo respecto a los rendimientos anuales obtenidos, por lo que su principal objetivo es la creación de valor, justificando de esta manera su activismo en las sociedades en las invierten<sup>63</sup>.

La cuestión que surge en torno al activismo accionarial de los *hedge funds*, es si realmente tienen un efecto positivo sobre la sociedad, al considerarse que fomentan la creación de valor; o si por el contrario, su intervención es meramente especulativa y cortoplacista, generando valor a corto plazo, que trae consecuencias negativas en el largo plazo<sup>64</sup>.

Los defensores del primer argumento inciden en que el activismo de los fondos elimina la falta de supervisión de los gestores y fomenta la rentabilidad y el éxito del gobierno corporativo de la sociedad. Mientras los que defienden el impacto negativo de este activismo, argumentan que los *hedge funds* actúan en base a sus intereses privados sin importar las consecuencias para la sociedad en el largo plazo, señalando que cuando alcancen el nivel de rentabilidad buscado con su inversión optarán por vender sus participaciones<sup>65</sup>.

De esta manera concluimos la explicación de los principales problemas que plantean los diferentes tipos de inversores con respecto al gobierno corporativo y al activismo

---

<sup>62</sup> Sáez Lacave, I. Activismo Accionarial... *Loc. Cit.*, p.29.

<sup>63</sup> Fernández Torres, I. *Loc. Cit.Cfr.*, p. 157.

<sup>64</sup> *Idem.*

<sup>65</sup> Gilson, R. y Gordon, J., The Agency Costs of Agency Capitalism... *Loc. Cit.*



accionarial. Para solucionarlos, analizaremos cómo funciona un mecanismo que busca el equilibrio de poderes y dotar de incentivos a los accionistas, como son las *loyalty shares*.

## CAPÍTULO IV. LAS *LOYALTY SHARES* EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS.

### 1. NOCIÓN DE *LOYALTY SHARES* O ACCIONES DE LEALTAD.

Uno de los mecanismos de lucha contra el cortoplacismo que más relevancia está adquiriendo recientemente son las llamadas *loyalty shares* o acciones de lealtad. Este mecanismo de control reforzado o CEM (*Control-Enhancing Mechanisms*), se enmarca dentro de las políticas de fidelización de accionistas y se basa en conceder una serie de beneficios a aquellos accionistas que son considerados como leales. Es decir, se les concede a aquellos accionistas que mantienen su participación en la empresa por un período determinado de tiempo<sup>66</sup>.

En definitiva, el objetivo de las *loyalty shares* es compensar a los accionistas por su lealtad para luchar contra el cortoplacismo enfocado en resultados trimestrales y en el cambio de precio de las acciones<sup>67</sup>. El comportamiento cortoplacista de los inversores puede conllevar la desinversión en ciertas sociedades, pudiendo conducir a los administradores de las mismas a tomar decisiones basadas en aumentar los beneficios inmediatos, impidiendo la creación de valor sostenible a largo plazo.

En consecuencia, la amenaza de los accionistas de la sociedad de vender sus participaciones si no se obtienen resultados inmediatos, ejerce presión sobre los administradores de la sociedad. Por lo tanto, estos se ven obligados a reducir costes (e incluso aumentar la deuda) y dejar de invertir en proyectos a largo plazo que generarían valor, con el fin de obtener liquidez que repartir a través de dividendos a los accionistas<sup>68</sup>. De esta manera, podemos señalar que el cortoplacismo es contrario al interés social de maximizar el valor de la empresa en el largo plazo y provoca conflictos de interés entre los accionistas y los administradores.

Como ya hemos señalado, dichos problemas son más comunes en sociedades cuyo capital está muy disperso, como las norteamericanas, en las que no suele haber socios de

---

<sup>66</sup> Fernández Torres, I. El voto doble por lealtad. Almacén de derecho, 2019. (Disponible en <https://almacenderecho.org/el-voto-doble-por-lealtad/>; última consulta 25/04/2020).

<sup>67</sup> Bolton, P. y Samama, F. Loyalty-Shares: Rewarding Long-Term Investors ...*Loc. Cit.*

<sup>68</sup> Hill, C. y McDonnell, B. Short and Long Term Investors (and Other Stakeholders Too): Must (and Do) Their Interests Conflict?. Research Handbook on Mergers and Acquisitions, Claire A. Hill and Steven Davidoff Solomon (eds), Edward Elgar Publishing, Forthcoming; Minnesota Legal Studies Research Paper No. 15-37. 4 de diciembre de 2015 (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2699324>; última consulta 12/06/2020).

control. Del mismo modo, en cuanto a nivel macroeconómico puede conducir al aumento de la tasa de paro y la disminución del PIB<sup>69</sup>.

Por consiguiente, mecanismos como las *loyalty shares* buscan luchar contra el cortoplacismo fomentando la generación de valor a largo plazo para la sociedad.

El término *loyalty share* puede hacer referencia a diferentes beneficios que se otorgan a los socios leales. Entre los mismos se incluyen la concesión: de un dividendo mejorado; de derechos políticos reforzados, como el voto doble por lealtad; o de acciones de nueva emisión u opciones sobre acciones (*loyalty warrants*)<sup>70</sup>. En este trabajo, haremos especial referencia a las *loyalty shares* como derechos de voto reforzados para los accionistas, que es el sistema previsto en el Anteproyecto de Fomento.

En consecuencia, lo primero que debemos tener en cuenta, es que la inclusión de este mecanismo tiene como objetivo cohesionar el interés de los accionistas leales con el interés social. Además, los beneficios concedidos deben respetar el principio de paridad de trato de los accionistas. A pesar de ello, su introducción, a priori, puede ofrecerse a todos los accionistas de la sociedad (en paridad de trato) o a un determinado grupo sobre el que se busca fomentar su activismo accionarial<sup>71</sup>.

En cuanto a los requisitos exigibles a los accionistas para ser beneficiarios de los derechos, los mismos se conocen como “prestación de fidelidad” y consisten en la obligación de mantener la participación de la sociedad por un período de tiempo determinado, o lo que es lo mismo, la prohibición de venta de esta. Además, se debe regular en qué condiciones el mantenimiento de la participación otorga el acceso a los beneficios.

Con respecto al período de tiempo, este se denomina “período de lealtad”, siendo necesario establecer cómo debe ser contabilizado, es decir, en qué momento se produce

---

<sup>69</sup> Bolton, P. y Samama, F. *Loyalty-Shares: Rewarding...* *Loc. Cit.*, p. 2-3.

<sup>70</sup> Fernández del Pozo, L. La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (*loyalty shares*). *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* num.152/2018 parte Artículos Editorial Aranzadi. 2018, p. 6.

<sup>71</sup> *Idem.*

su inicio y su fin y cuál es el mínimo legal para poder empezar a beneficiarse de los derechos concedidos por las acciones de lealtad<sup>72</sup>.

También resulta de gran importancia analizar las situaciones en las que una transmisión de las acciones supone la pérdida de los beneficios de fidelidad. Parece claro que las operaciones ordinarias de mercado suponen la pérdida de los beneficios adquiridos. Sin embargo, es importante determinar legalmente lo que ocurre cuando se producen otro tipo de transmisiones, como pueden ser las transmisiones *mortis causa* o, en el caso de que el titular sea una persona jurídica, que se produzca la fusión o escisión de la misma<sup>73</sup>. Del mismo modo es relevante considerar qué ocurre en los supuestos en los que, sin producirse una cesión como tal, cambia el titular que debe ejercer el derecho de voto. Por ejemplo, que se produzca una prenda o usufructo sobre las acciones de lealtad<sup>74</sup>. Con respecto a estos casos, teniendo en cuenta que el funcionamiento del mecanismo busca fidelizar a los accionistas fieles, si la titularidad del ejercicio del derecho de voto pasa a un tercero lo normal es que el privilegio desaparezca.

Por último, surge la dificultad de determinar la antigüedad en el supuesto que la cartera esté compuesta por acciones adquiridas en diferentes momentos, otorgando algunas de ellas los respectivos beneficios, mientras que otras no. Del mismo modo, se debe tener en cuenta que las carteras de los accionistas son dinámicas y que se pueden producir compras y ventas de acciones de la sociedad continuamente. Para solucionar estos problemas, es necesario el establecimiento de un sistema que registre nominativamente a los socios y que establezca un inventario de entradas y salidas de las acciones<sup>75</sup>.

Asimismo, debemos tener en cuenta que el fundamento del mecanismo reside en que el accionista leal tiene un interés en poder ejercer el privilegio que le otorgan las *loyalty shares*, por lo que es dicho accionista el que por iniciativa propia decidirá inscribirse en el sistema de registro de la sociedad<sup>76</sup>. Si no existiese ese interés por parte del accionista,

---

<sup>72</sup> Fernández Torres, I. Las *loyalty shares*... *Loc. Cit.Cfr.*, p. 74.

<sup>73</sup> Fernández del Pozo, L. La viabilidad de las acciones de lealtad. *Loc. Cit.*, p. 9.

<sup>74</sup> Gandía Pérez, E. El Nuevo voto privilegiado en Italia... *Loc. Cit.*, p. 195.

<sup>75</sup> Fernández del Pozo, L. La viabilidad de las acciones... *Loc. Cit.Cfr.*, p. 11.

<sup>76</sup> Chiara, M. Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law. *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*. 2019., p. 245. (Disponible en: <https://repository.law.umich.edu/mbelr/vol8/iss2/3>; última consulta 28/04/2020)

sería muy difícil la configuración del sistema de registro, ya que la gran mayoría de acciones de las sociedades cotizadas se recogen como anotaciones en cuenta, cotizando en la bolsa de valores y afectadas por una gran volatilidad.

Finalmente cabe señalar que el principal efecto que tienen las *loyalty shares* es que alteran los requisitos de las mayorías de voto para el funcionamiento y toma de decisiones de las Juntas de Accionistas, otorgándose mayor poder a los socios leales. Con la introducción del voto por fidelidad el quorum se debe calcular en base al número total de votos y no al capital social<sup>77</sup>.

## 2. LAS *LOYALTY SHARES* EN REGÍMENES JURÍDICOS DENTRO DE LA UNIÓN EUROPEA.

Existen dos ordenamientos jurídicos de nuestro entorno en los que se ha introducido el voto por lealtad y cuyo análisis nos provee de una perspectiva de las diferentes maneras a través de las cuáles se pueden establecer las *loyalty shares*. A continuación, haremos un breve análisis del voto doble francés y el voto *maggiorato* italiano.

### 2.1 El voto doble en el sistema jurídico francés.

El sistema de doble voto francés se encuentra recogido en la *Loi Florange*<sup>78</sup>, la cual regula para las sociedades cotizadas un sistema que ya estaba previsto para las sociedades cerradas en el artículo 225-123 del Código de Comercio francés. Dicho artículo permite, a las sociedades que lo recojan estatutariamente, garantizar el doble voto a los accionistas identificados e inscritos en el registro de la sociedad por un período mínimo de dos años<sup>79</sup>.

El sistema introducido en la *Loi Florange* generaliza la norma anterior para las sociedades cotizadas, dotando a los accionistas de un derecho de voto doble, siempre que

---

<sup>77</sup> Esto es lo que lleva a desvirtuar el principio de proporcionalidad, la separación entre derecho de voto y capital aportado. Gandía Pérez, E. El Nuevo voto privilegiado en Italia. *Loc. Cit.*, p. 186.

<sup>78</sup> *Loi 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle* (Ley 2014-384, de 29 de marzo de 2014, destinada a recuperar la economía real). Boletín Oficial de Francia, 1 de abril de 2014.

<sup>79</sup> Chiara, M. Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty?. *Loc. Cit.*, p. 260.

no haya pacto estatutario contrario de al menos 2/3 de los accionistas<sup>80</sup>. Por lo tanto, se pasa de un sistema de *opt in* a uno de *opt ut*<sup>81</sup>. Además, la *Loi Florange* también elimina el requisito de tener nacionalidad francesa para ser beneficiario del voto doble.

Las *loyalty shares* del sistema francés no se tratan de títulos especiales, sino que son meras acciones ordinarias, concediéndose el derecho de voto doble al accionista que cumple con el período de lealtad. Por lo tanto, el derecho está vinculado con el estatus de titular de la acción. Así, pueden beneficiarse del mismo todos los accionistas que inscriban sus acciones en el correspondiente registro de la sociedad siempre que las mismas estén totalmente liberadas y sean títulos nominativos<sup>82</sup>. Además dicho beneficio se pierde con la transmisión de la titularidad, salvo en el caso de transmisiones con carácter gratuito previsto legalmente<sup>83</sup>.

En cuanto al período de lealtad, la ley establece un plazo mínimo de dos años. La cuestión relativa a este período surge en torno a si se pueden requerir plazos mayores para otorgar el voto doble. Especialmente controversial es el caso en que la sociedad tuviera estatutariamente previsto un plazo mayor de acuerdo con lo establecido en el Código Comercio. Sin embargo, la doctrina francesa parece decantarse del lado de que el plazo de dos años no puede ser ampliado estatutariamente<sup>84</sup>. Del mismo modo, en ningún caso dicho plazo podrá ser inferior a los dos años.

Finalmente, cabe señalar que el inicio del cómputo del período de lealtad se produjo con la entrada en vigor de la ley, que tuvo lugar dos años después de su promulgación, algo muy criticado por la doctrina francesa<sup>85</sup>.

El sistema francés, por lo tanto, busca luchar contra el cortoplacismo rompiendo con el principio de proporcionalidad y beneficiando a los accionistas que mantienen su participación en la sociedad salvo que la mayoría de estos se opongan. Más adelante

---

<sup>80</sup> Herrero Morant, R. Los inversores institucionales... *Loc. Cit.Cfr.*, p. 320.

<sup>81</sup> Basdevant, F. L'instauration d'un droit de vote double légal dans les sociétés cotées (Loi Florange). RTDF núm. 3, 2014.

<sup>82</sup> Fernández Torres, I. Las *loyalty shares*... *Loc. Cit.*, p. 77.

<sup>83</sup> Entre estos el artículo L.225-124 del Código de Comercio francés incluye las donaciones, transmisiones *mortis causa*, divorcio y reparto de dividendos en acciones; y para la persona jurídica los supuestos de fusión, ampliación de capital con cargo, primas de emisión...

<sup>84</sup> Torck, S. L'attribution automatique du droit de vote double, *Droit des sociétés* n° 7. Julio de 2014.

<sup>85</sup> Couret, A. Le droit de vote doublé. *Bulletin Joly Bourse*, núm. 10. Octubre de 2014.

analizaremos los efectos y razones de este sistema y si realmente se consigue fomentar el activismo de los accionistas.

## 2.2 El *voto maggiorato* sistema jurídico italiano.

El *voto maggiorato* italiano fue introducido a través del *Decreto Competitività*<sup>86</sup>, que regula e introduce un doble sistema diferente para las sociedades cerradas y las sociedades cotizadas.

Para las sociedades cerradas introduce la posibilidad de emitir una clase especial de acciones de voto plural hasta un máximo de tres. Las mismas pueden establecerse con carácter general para asuntos de competencia de la asamblea, o con carácter limitado o condicionado a una serie de requisitos para otros asuntos<sup>87</sup>. De esta manera, se otorga gran autonomía a las sociedades para que decidan cuáles son los asuntos sobre los que este tipo de acciones otorgan un voto doble y cuáles no, debiéndose regular en los estatutos de la sociedad.

La justificación de este modelo radica en el entramado societario italiano, constituido mayoritariamente por pequeñas y medianas empresas de carácter familiar. Por consiguiente, esta medida permite a estas sociedades conseguir financiación manteniendo los socios el control de las mismas<sup>88</sup>. El funcionamiento de este sistema supone un gran interés para los supuestos en los que sociedades en las que se configura este tipo de acciones emitan al mercado acciones ordinarias generándose, como ya hemos expuesto anteriormente, una estructura accionarial con dos tipos de accionistas (*“dual class ownership”*<sup>89</sup>).

En cuanto para las sociedades cotizadas, que es lo que realmente nos incumbe en este trabajo, el *Decreto Competitività* prohíbe expresamente la emisión de acciones de

---

<sup>86</sup> Decreto-legge núm. 91 de 24 de junio de 2014 publicado en la Boletín Oficial Italiano (Gazzette Ufficiale) núm 144, de 24 de junio y convertido en Ley núm. 116, de 11 de agosto de 2014.

<sup>87</sup> Gandía realiza un análisis en profundidad de la naturaleza jurídica y el impacto de esta clase de acciones en la vida de la sociedad. Véase Gandía Pérez, E. El Nuevo voto privilegiado en Italia... Pp. 179-183.

<sup>88</sup> Saggiocca, M. Il definitivo tramonto del principio “una azione, un voto”: tra azione a voto multiplo e maggiorazione del voto. Rivista dil notariato, 68. 2014.

<sup>89</sup> Gilson, R. Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes. 73 Va. Law Review. 1987, p. 812. (Disponible en: [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/987](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/987); última consulta 17/06/2020).

voto múltiple. Sin embargo, se les permite establecer el voto de fidelidad a través de las *loyalty shares*, que al igual que en el sistema francés, no se tratan de un nuevo tipo de acciones, sino de un beneficio al titular de la acción ordinaria mantenida durante un período mínimo. La finalidad que otorga el legislador italiano a las mismas es el aumentar la estabilidad y crear valor para la sociedad a largo plazo.

El sistema prevé el otorgamiento de el *voto maggiorato* o voto reforzado hasta un máximo de dos votos (pudiéndose constituir cantidades fraccionadas, por ejemplo, 1,5 votos) y al igual que ocurre con las acciones de voto plural, pudiéndose establecer para la generalidad de los asuntos o limitándose o condicionándose para otros determinados<sup>90</sup>. Es necesario para su introducción su previsión estatutaria que regule los términos de los derechos concedidos, teniendo que ser aprobado por al menos las mayorías requeridas en la asamblea extraordinaria<sup>91</sup>. Por lo tanto, a diferencia del sistema francés, se trata de un sistema de *opt in*.

En cuanto al período de lealtad, este se establece en un mínimo de 24 meses pudiéndose ampliar estatutariamente por la sociedad<sup>92</sup>.

Además, es requisito indispensable la inscripción en un registro *ad hoc* elaborado por la sociedad, en el que se precise la identidad de todos los accionistas solicitantes del derecho de voto reforzado y los datos de aquellos a los que se les haya otorgado el beneficio y por lo tanto, puedan ejercerlo<sup>93</sup>. Asimismo, el registro juega un papel importante a la hora de determinar cuál es el momento en el que se inicia el período de fidelidad, ya que desde que el accionista solicite su inscripción en el mismo, se considerará que se inicia la titularidad de la acción de manera ininterrumpida. También se le exige a la sociedad la publicación del registro en su página web y notificar a la Comisión Nacional Italiana del Mercado de Valores (CONSOB)<sup>94</sup>.

---

<sup>90</sup> Ventrizzo, M. The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat (March 5, 2015). Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2574236; Penn State Law Research Paper No. 3-2015; ECGI - Law Working Paper No. 288/2015. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2574236>; última consulta 28/04/2020).

<sup>91</sup> Art. 2368 y 2369 Código Civil italiano.

<sup>92</sup> Fernández del Pozo, L. La viabilidad de las acciones... *Loc. Cit.*, p. 11.

<sup>93</sup> Gandía Pérez, E. El Nuevo voto privilegiado en Italia... *Loc. Cit.*, p. 189.

<sup>94</sup> Decreto-legge núm. 91 de 24 de junio de 2014... *Loc. Cit*



En cuanto al análisis de la pérdida y transmisión del beneficio, la ley establece que este se mantiene en el caso de transmisiones *mortis causa*. Si el titular de las acciones es persona jurídica, el privilegio se mantendrá en los supuestos de fusión y escisión. Ante ambos casos cabe previsión estatutaria que regule lo contrario<sup>95</sup>.

Del mismo modo, cuando se trate de fusión o escisión de la sociedad que concede el voto privilegiado, el proyecto común de fusión tendrá que prever la continuidad del privilegio para los accionistas que lo poseen, en caso contrario, este se extinguirá<sup>96</sup>.

Por último, el privilegio también se pierde en los supuestos de cesión a título oneroso o gratuito, o por la renuncia por parte del titular del derecho<sup>97</sup>. Tampoco se continuará con el beneficio en el caso de usufructo o prenda de las acciones, cuando el derecho de voto se transfiera al usufructuario o al acreedor pignoraticio<sup>98</sup>.

De esta manera se configura el sistema italiano de las *loyalty shares*, el cual, como desarrollaremos más adelante, ha sido utilizado de referencia por parte del legislador español para desarrollar el doble voto por lealtad en el Anteproyecto de Fomento.

### 3. BENEFICIOS Y INCONVENIENTOS DEL MECANISMO DE LAS *LOYALTY SHARES*.

#### 3.1 Beneficios de la implementación de las *loyalty shares*.

Como ya hemos destacado en numerosas ocasiones el objetivo de las *loyalty shares* es luchar contra el cortoplacismo y fomentar la creación de valor a largo plazo en la sociedad. Además, se busca impulsar el activismo accionarial de los accionistas minoritarios y de los inversores institucionales otorgándoles más poder, tanto en las decisiones de gobierno, como en el control de la gestión los órganos de administración (disminuyéndose, por lo tanto, los costes de agencia).

---

<sup>95</sup> También se extenderá el privilegio en los casos de aumentos de capital con cargo a reservas. Marchisio, E. La "maggiorazione del voto" (art. 127 quinquies TUF) récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo? Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza Vol. 68, núm. 1. 2015. Pp. 78-82.

<sup>96</sup> Marchisio, E. La "maggiorazione del voto"... *Loc. Cit.*

<sup>97</sup> La renuncia normalmente operará a efectos de OPA obligatoria, ya que la misma no se computa sobre el capital social sino sobre la totalidad de los votos.

<sup>98</sup> Annunziata, F. y Giombini, A. La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo). Diritto Bancario. Noviembre de 2014. (Disponible en <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/societa/disciplina-voto-plurimo-introdotta-decreto-competitivita-pegno-usufrutto-e-sequestro-di-azioni>; ultima consulta 20/06/2020).

Es decir, el privilegio funciona como un incentivo para que los accionistas se involucren en la vida social al tener una mayor influencia sobre las decisiones de la misma. Esto llevará a que el accionista se informe mejor sobre la actividad empresarial y los asuntos que se someterán a voto en la Junta. En consecuencia, se establecerán grupos de accionistas consolidados, los cuales vigilarán más de cerca la gestión de los administradores, disminuyéndose los costes de control de estos<sup>99</sup>. Del mismo modo, la involucración del accionista será necesariamente en el largo plazo, ya que deben cumplir con el período de lealtad para obtener el privilegio. Por lo tanto, dichos accionistas estarán a favor del desarrollo de proyectos a través de los cuales se fomenta la sostenibilidad y el interés social de la empresa debido al enfoque largoplacista de su inversión<sup>100</sup>. Asimismo, esta mayor influencia de los accionistas leales permite luchar contra el activismo especulativo de los *hedge funds*, que tendrán menos poder de decisión al adquirir su participación en la sociedad.

Debemos volver a señalar que las *loyalty shares* se configuran desde la base de que el accionista que quiere ser beneficiario tiene un interés por tener mayor poder de decisión en la junta y por lo tanto cumple con el período de lealtad, ya que este privilegio no es susceptible de valoración económica al perderse el mismo al transmitirse las acciones<sup>101</sup>.

Por otra parte, el mecanismo otorga grandes beneficios a la hora de atraer financiación por parte de la sociedad (lo que conlleva mayor liquidez), ya sea mediante ampliaciones de capital o mediante operaciones de refinanciación. También permite la salida a bolsa de sociedades que tienen grandes perspectivas de crecimiento (el argumento IPO<sup>102</sup>), manteniendo los socios fundadores o mayoritarios el control sobre la sociedad<sup>103</sup>.

Del mismo modo, fomenta el mantenimiento de una misma estructura societaria, lo que provoca mayor estabilidad en el mercado aumentándose los precios competentes

---

<sup>99</sup> Alvaro, S., A. Ciavarella, A., D'Eramo, D. y Linciano, N. La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto múltiplo. 95. Cuaderno Jurídico Consob, núm. 5. Enero de 2014. (Disponible en <http://www.consob.it/web/area-pubblica/qg5>; última consulta 20/06/2020).

<sup>100</sup> *Idem*.

<sup>101</sup> Chiara, M. Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty?. *Loc. Cit.*, p. 260.

<sup>102</sup> *Initial Public Offerings. Idem*.

<sup>103</sup> Gandía Pérez, E. Acciones de voto plural y *loyalty shares*. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia. *Revista de derecho mercantil*, núm. 300. 2016. Pp. 61-112.

y disminuyendo la volatilidad de instrumentos financieros asociados a las acciones, y generando, por lo tanto, un mejor funcionamiento del mercado<sup>104</sup>.

Igualmente, debemos considerar que se trata de un instrumento transparente, debido a la creación de un registro al que todos los accionistas pueden acceder. En consecuencia, es mucho más transparente que otros CEMs como las acciones de doble clase, las estructuras piramidales o los pactos parasociales<sup>105</sup>. Este registro también facilita el cumplimiento por parte de la sociedad del derecho de información de los accionistas, permitiendo mandar la información relevante para asistir y participar en las juntas.

Por último, favorece un gobierno corporativo más flexible desde el punto de vista de los administradores, fomentando la cotización en aquellos mercados que tienen implantado el sistema de *loyalty shares* y en consecuencia, una mayor competencia entre los diferentes mercados de valores<sup>106</sup>.

### 3.2 Inconvenientes de la implementación de las *loyalty shares*.

La principal crítica que se hace al mecanismo propuesto de las *loyalty shares* es que rompe con el principio de proporcionalidad y por lo tanto con la democracia accionarial<sup>107</sup>. Debemos entender la democracia accionarial como el ejercicio de voto por parte de los accionistas para tener una mayor influencia en el gobierno de la sociedad y controlar a los administradores con el propósito de alinear sus intereses con respecto a la misma. Si se aumenta el poder de los accionistas leales, la influencia que puedan tener aquellos socios que no ostentan el privilegio es mucho menor. Por lo tanto, se rompe con la democracia accionarial<sup>108</sup>.

---

<sup>104</sup> Kaplan, S. y Stromberg, P. Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts. Review of Economic Studies. 2003. (Disponible en <https://www.nber.org/papers/w7660.pdf>; última consulta 18/06/2020).

<sup>105</sup> Chiara, M. Should Shareholders Be Rewarded... *Loc. Cit.*, p. 263.

<sup>106</sup> Fernández Torres afirma que esta es una de las razones que ha llevado al legislador italiano a introducir las *loyalty shares* tras el traslado de sede de Fiat a los Países Bajos, cuyo mercado de valores está mucho más desarrollado.

<sup>107</sup> Fernández Torres, I. Las *loyalty shares*... *Loc. Cit.Cfr.*, p. 89.

<sup>108</sup> Harper Ho, V. Enlightened Shareholder Value: Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide. Journal of Corporation Law, Vol. 36, No. 1. 11 de agosto de 2010, p.65. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1476116>; última consulta 17/06/2020).

Del mismo modo, la ruptura con el principio de proporcionalidad acarrea, como ya vimos en su momento, la posibilidad de que se acumule el poder en los socios mayoritarios que pueden optar por tomar decisiones en beneficio propio que afectan negativamente tanto al interés social, como al del resto de accionistas (minoritarios, inversores institucionales y *hedge funds*). Por consiguiente, se exige un mayor control de los administradores de la sociedad, lo que conlleva un aumento de los costes de agencia.

Otra de las principales críticas que se le hace a este sistema es el posible bloqueo de OPAs (Ofertas Públicas de Adquisición) frenando el mercado de control y provocando el rechazo de ofertas rentables que generarían valor para los accionistas. Por lo tanto, se puede considerar a las *loyalty shares* como una medida defensiva o anti-OPAs<sup>109</sup>.

Con relación a las OPAs también se plantea la dificultad en cuanto a la variación del número de votos que obliga a lanzar ofertas públicas de adquisición obligatorias. Como ya expusimos, el sistema hace que las mayorías se calculen sobre el número de votos totales y no sobre el capital social. Esto conlleva que las oscilaciones en el número de votos provocados por la venta de acciones de lealtad o por renuncia al derecho de voto reforzado lleve a accionistas mayoritarios a verse obligados a presentar OPA<sup>110</sup>. La doctrina está de acuerdo que para paliar los efectos negativos es necesario introducir medidas correctoras estatutarias que limiten el funcionamiento de las *loyalty shares* (especialmente para defenderse de OPAs que son rentables para los accionistas y que permiten funcionar al mercado de control)<sup>111</sup>.

---

<sup>109</sup> Fernández Torres, I. Las *loyalty shares*... *Loc. Cit.*, p.89.

<sup>110</sup> Gandía Pérez plantea el siguiente supuesto para ilustrar este hecho: “Considérese una sociedad con un capital dividido en 100 acciones, 40 de carácter ordinario y 60 de carácter privilegiado, de modo que, entre todas, suman 160 votos. El accionista A es titular de las 40 acciones ordinarias, que representan el 25 por 100 del número total de votos. En el supuesto de que las *loyalty shares* perdiesen el privilegio, A se convertiría en titular del 40 por 100 de los derechos de votos y sí tendría obligación de presentar OPA, dado que su participación sobrepasa el 30 por 100.” El legislador italiano ha exceptuado la obligación de lanzar OPA obligatoria en el caso de que el porcentaje sea superado por un descenso del número de votos. Gandía Pérez, E. El Nuevo voto privilegiado en Italia... *Loc. Cit.*, p. 192.

<sup>111</sup> Lamandini, M. Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto. Relazione al XXVIII Convegno di studio su “*Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*”. Courmayeur. Septiembre de 2014. (Disponible en [https://www.cnpds.it/documenti/relazione\\_prof\\_lamandini.pdf](https://www.cnpds.it/documenti/relazione_prof_lamandini.pdf); última consulta 20/06/2020).

### 3.3 Otros aspectos importantes a considerar.

Debemos tener en cuenta que las *loyalty shares* funcionan de manera diferente según la estructura de capital de la sociedad. En el caso de que la sociedad tenga su capital diluido, como suele ser en las sociedades cotizadas norteamericanas, el mecanismo tendrá muchos mayores beneficios que en el supuesto de que la estructura de capital sea concentrado, típico de las sociedades cotizadas de Europa continental<sup>112</sup>.

La explicación es muy simple: si el capital está diluido los accionistas que realmente tienen un interés activo en la sociedad querrán beneficiarse del derecho para tener más poder de decisión cumpliendo el período de fidelidad y favoreciendo el largoplacismo. En cambio, en las sociedades de capital concentrado, el mecanismo puede provocar que se acumule el poder en socios mayoritarios, lo que conlleva, como ya expusimos, al florecimiento de conflictos mayoría - minoría, pudiéndose aumentar los abusos de la mayoría o las obstrucciones de la minoría.

También debemos tener en cuenta que, tanto detrás del sistema francés, como del italiano, existen intereses por parte de sus Gobiernos de reducir su participación en sociedades cotizadas manteniendo su poder de decisión. Por ejemplo, podemos señalar el caso de Renault en Francia<sup>113</sup> o Enel en Italia.

Del mismo modo, también se busca evitar posibles fugas de grandes empresas a otros mercados donde la legislación es más permisiva como ocurrió con Fiat-Chrysler, que se trasladó a Países Bajos en 2015<sup>114</sup>. Por lo tanto, debemos hacer referencia a que tanto el mecanismo francés como el italiano tienen un marcado trasfondo proteccionista.

---

<sup>112</sup> Fernández Torres, I. *Las loyalty shares... Loc. Cit.Cfr.*, p. 98.

<sup>113</sup> Emmanuel Macron ministro de economía francés en el momento de implementación de la Loi Florange reconoció que la reforma daba al Estado un papel más dinámico y poderoso como accionista. De esta manera, el Estado Francés aumentó su participación en Renault invirtiendo 1.230 millones de € en acciones adicionales para bloquear el retorno al principio de proporcionalidad, propuesto por el Consejo de Administración de Renault y apoyado por los inversores institucionales. También aumentaron su participación en Air France en un 17.6% con la misma intención. Ver Becht, M., Kamisarenka, Y. y Pajuste, A. *Loyalty Shares with Tenure Voting - Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment*. European Corporate Governance Institute (ECGI). Mayo de 2018, p. 17. (Disponible en <https://ssrn.com/abstract=3166494>; última consulta 29/04/2020.)

<sup>114</sup> Este traslado hizo reaccionar al legislador italiano para introducir las reformas del *Decreto competitività*. Ventruzzo, M. *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares... Loc. Cit.*

## **CAPÍTULO V. APROXIMACIÓN AL SISTEMA ESPAÑOL DE LAS *LOYALTY SHARES*.**

### **1. MECANISMOS QUE ALTERAN EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD EN EL SISTEMA JURÍDICO ESPAÑOL.**

Antes de analizar cuáles son las medidas que se introducen en el Anteproyecto de Fomento, es conveniente analizar los mecanismos previamente existentes en el sistema español que desvirtúan el principio de proporcionalidad entre capital y voto.

En primer lugar, debemos entender que proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto es el principio configurar para las sociedades anónimas, como se señala en los artículos 96.2 y 188.2 de la LSC. Dichos artículos expresan la prohibición de emitir o crear acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto.

Sin embargo, se pueden encontrar una serie de excepciones recogidas en la propia LSC. La primera de las excepciones viene recogida en el artículo 98, que permite a las sociedades anónimas emitir acciones sin derecho a voto siempre que su importe nominal no supere el capital desembolsado. El análisis que hace la doctrina económica de este tipo de acciones es que actúan como instrumentos de deuda, ya que lo único que buscan los inversores al adquirirlas es rentabilidad económica, sin tener ningún tipo de interés en la gestión de la sociedad<sup>115</sup>. Aunque formalmente las *non-voting shares* rompen el principio de proporcionalidad entre capital y voto, el hecho de que el inversor solo tenga un interés económico nos lleva a plantearnos si realmente se produce una desviación del principio de proporcionalidad<sup>116</sup>.

Además, este tipo de acciones suelen emitirse con finalidades muy concretas, normalmente, para captar financiación permitiendo a los socios mayoritarios mantener el control y gestión de la sociedad. La farmacéutica Grifols ha sido una de las pocas

---

<sup>115</sup> García De Entrerría, J. Proporcionalidad entre capital y voto: mecanismos de quiebra del principio y su fundamento societario. El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el derecho de sociedades. Cuadernos de la Cátedra Garrigues, vol 4. 2015, p. 6.

<sup>116</sup> Ferrarini, Guido, One Share - One Vote: A European Rule? ECGI - Law Working Paper No. 58/2006. Enero de 2006, p. 6. (Disponible: <https://ssrn.com/abstract=875620> ; última consulta 4/05/2020).

sociedades cotizadas que ha utilizado la emisión de acciones sin derecho a voto<sup>117</sup>, y cuyo capital social se compone por dos clases de acciones: ordinarias de clase A y sin derecho a voto de clase B.

También debemos hacer una breve referencia a las acciones rescatables o redimibles, introducidas en 1998 por el legislador y que actualmente están reguladas en los artículos 500 y 501 de la LSC. Este tipo de acciones tienen la característica de ser amortizables según las condiciones establecidas en su emisión, ya sea porque la entidad emisora o su titular exijan su amortización o porque esta previsto en la propia emisión de las acciones<sup>118</sup>. Desde el punto de vista económico la finalidad de estas acciones es la de obtener financiación ajena, ya que las mismas no tienen, *ab initio*, la previsión de ser una aportación permanente en la sociedad<sup>119</sup>. Por lo tanto, al igual que las acciones sin voto funcionan como un instrumento de deuda.

Sin embargo, no han tenido mucho éxito en el entramado societario español, siendo muy pocas empresas las que han decidido emitirlas y nunca con la intención del legislador al incluirlas, que, como hemos señalado es la de obtener financiación. Por ejemplo, la emisión realizada por Campofrío tuvo por objetivo la transferencia de recursos financieros a Navidul después de su absorción en el año 2000. Del mismo modo, la sociedad Indra emitió en 2002 acciones rescatables como cobertura financiera de sus planes de *stock options* para remunerar a sus empleados<sup>120</sup>.

Esto nos da un ejemplo de cómo el legislador español ha ido introduciendo en el pasado mecanismos que alteran la paridad entre voto – capital sin mucho éxito.

---

<sup>117</sup> En enero 2011 la Junta de Accionistas aprobó la emisión de acciones de clase B sin derecho a voto como pago en el acuerdo de compra de Talecris, las cuales cotizan en España y en la NASDAQ.

Ver:

[https://www.grifols.com/documents/51507592/51602267/accionistas\\_Grifols\\_aprueban\\_emision\\_acciones\\_sin\\_voto.es.pdf/f046a32f-9167-43e6-8e9a-b72626a3ff08](https://www.grifols.com/documents/51507592/51602267/accionistas_Grifols_aprueban_emision_acciones_sin_voto.es.pdf/f046a32f-9167-43e6-8e9a-b72626a3ff08)

También en diciembre de 2012 la Junta realizó una ampliación de capital con cargo a reservas de acciones de clase B por 1,6 millones de euros para retribuir a los accionistas que no habían cobrado dividendos en los dos últimos años.

Ver:

[https://intranet.grifols.com/documents/38081080/90017042/01\\_np\\_04122012\\_aprueban\\_acciones\\_libradas\\_es.pdf/41398b0b-641d-4c38-8161-028a04e9a430](https://intranet.grifols.com/documents/38081080/90017042/01_np_04122012_aprueban_acciones_libradas_es.pdf/41398b0b-641d-4c38-8161-028a04e9a430)

<sup>118</sup> Faus Pujol, M. Práctico Sociedades Mercantil. Vlex. Barcelona. Junio de 2020. (Disponible en <https://app.vlex.com/#WW/vid/66934063>; última consulta 19/06/2020).

<sup>119</sup> Faus Pujol, M. Práctico Sociedades Mercantil...*Loc. Cit.*

<sup>120</sup> Villacorta Hernández, MA. Las acciones rescatables en el derecho español. Revista del CES Felipe II. Nº 13. 2011. (Disponible en <http://www.cesfelipesegundo.com/revista/articulos2011/Villacorta%20.pdf>; última consulta 19/06/2020).

La segunda de las excepciones que recoge la LSC al principio de proporcionalidad es el establecimiento de cláusulas estatutarias limitativas del derecho de voto. Este tipo de cláusulas no suponen formalmente una quiebra a la proporcionalidad salvo para aquellas acciones que superan los límites establecidos en los estatutos<sup>121</sup>. Por lo que operan, desde un punto de vista subjetivo, para aquellos accionistas que superan el máximo de votos<sup>122</sup>.

La regulación de dichas cláusulas ha sufrido varias modificaciones legislativas que las han ido eliminando y reintroduciendo, hasta que finalmente han quedado fijadas para las sociedades cotizadas en artículo 527 de la LSC. Según los Informes de Gobierno Corporativo de los años 2017 y 2018 elaborados por la CNMV<sup>123</sup>, 5 sociedades cotizadas, de las cuales 3 pertenecen al IBEX35 (Telefónica, Iberdrola y Red Eléctrica), tenían establecidos en sus estatutos límites máximos al número de votos que los accionistas podían ejercer en sus juntas.

La principal crítica que se hace a este tipo de cláusulas es que se utilizan como medidas defensivas ante OPAs hostiles, lo que han sido reprendidas por los Códigos de Buen Gobierno<sup>124</sup>. También se critica la utilización de estos límites como medida de los administradores para controlar a aquellos accionistas que tienen una participación relevante en la sociedad. Por último, se plantea el problema en relación con el establecimiento de cláusulas que instauran mayorías reforzadas para eliminar o modificar la limitación de voto. Por lo que estas mayorías actúan como cláusulas de blindaje, lo que puede traer grandes problemas en la práctica<sup>125</sup>.

Otro de los mecanismos que rompen el principio de proporcionalidad identificado en el Informe encargo por la Comisión Europea elaborado por *Sherman & Sterling* en 2007,

---

<sup>121</sup> Fernández Torres, I. *Las loyalty shares...* *Loc. Cit.Cfr.*, p. 103.

<sup>122</sup> García De Entrerría, J. *Proporcionalidad entre...* *Loc. Cit.*, p. 9

<sup>123</sup> CNMV. Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados. Ejercicio de 2018. (Disponible en [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_2018.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2018.pdf); última consulta 20/05/2020).

<sup>124</sup> Fernández Torres, I. *Las loyalty shares...* *Loc. Cit.Cfr.*, p. 104.

<sup>125</sup> García de Entrerría pone de ejemplo las diferentes OPAs sobre Endesa, la cual tenía establecido en sus estatutos cláusulas limitativas de votos que para ser eliminadas requerían una mayoría del capital con derecho a voto, lo que dio problemas con respecto a cómo se debían contabilizar los votos.



es la utilización de estructuras piramidales<sup>126</sup>. El 20% de las sociedades analizadas en el informe presentaba este tipo de mecanismo.

Por último, debemos hacer una referencia a los pactos parasociales, que han ido adquiriendo una mayor relevancia en los últimos años tanto cualitativa como cuantitativamente<sup>127</sup>. Los mismos se encuentran específicamente regulados para las sociedades cotizadas en los artículos 530 y siguientes de la LSC. Dichos artículos establecen la obligación de comunicar aquellos pactos que tengan por objeto el ejercicio de los derechos de voto en la Junta de Accionistas, publicándose como hecho relevante por la CNMV.

El informe de Gobierno Corporativo de 2018 de la CNMV señala que el número de pactos parasociales totales ascendía a 52 (56 en 2017) de 33 compañías cotizadas (comparado con las 37 en 2017) y lo que suponía un 31,9 % (33,9 % en 2017) del capital afectado. Mientras que en el Ibex 35, al cierre de 2018, estaban vigentes 11 pactos parasociales correspondientes a 8 sociedades afectando a un capital del 23,0 %<sup>128</sup>. Concretamente, 21 de estos pactos se referían a la sindicación en el ejercicio de los derechos de voto.

Fernández Torres señala que los pactos parasociales permiten controlar una sociedad sin necesidad de superar los límites necesarios para lanzar una OPA obligatoria o comunicar la titularidad de una participación significativa<sup>129</sup>.

Finalmente, debemos analizar uno de los supuestos más famosos en el derecho de sociedades español como es la doble estructura accionarial de Abengoa. El mismo no supone una desviación al principio de proporcionalidad en sí, pero claramente es un ataque al espíritu de la LSC<sup>130</sup>.

---

<sup>126</sup> Shearman and Sterling y ISS. Report on the proportionality principle in the European Union. (2007). (Disponible en: <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/14881/attachments/2/translations/en/renditions/native>; última consulta 5/05/2020). Para el análisis de la situación en España contribuyó la firma Albiñana y Suárez de Lezo.

<sup>127</sup> Fernández Torres, I. *Las loyalty shares...* Loc. Cit.Cfr., p. 104.

<sup>128</sup> CNMV. Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados. Ejercicio de 2018. (Disponible en [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_2018.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2018.pdf); última consulta 20/05/2020).

<sup>129</sup> Fernández Torres, I. *Las loyalty shares...* Loc. Cit.Cfr., p. 124.

<sup>130</sup> Fernández Torres, I. *Las loyalty shares...* Loc. Cit.Cfr., p. 112.

Abengoa con necesidades de financiación después de la crisis de 2008, realizó una ampliación de capital emitiendo dos clases de acciones: Acciones de clase A con 1 euro de valor nominal y que otorgan 100 votos por acción y Acciones de clase B con 0,01 euros de valor nominal y que otorgan 1 voto.

De esta manera la sociedad consiguió mantener la proporcionalidad entre capital y derechos de voto, teniendo en cuenta, además, que ambos tipos de acciones otorgan los mismos derechos económicos.

Sin embargo, la diferencia que existe en el valor nominal entre una clase de acciones y la otra provoca que se produzcan grandes desigualdades en el control de la sociedad a favor de los que titulares de las acciones de clase A<sup>131</sup>. La lógica detrás de esta emisión de acciones reside en que Abengoa era una empresa dirigida y controlada por un grupo familiar, que quería mantener el control. De esta manera, las acciones de clase A fueron para el grupo familiar y con ello la mayoría de los derechos de voto<sup>132</sup>.

Esta doble estructura accionarial supone en la práctica unos efectos equivalentes a los de las acciones de voto plural, que claramente vulneran el principio de proporcionalidad<sup>133</sup>. Sáez Lacave es especialmente crítica con el uso de valor nominal en la redacción de la LSC que permite romper la *ratio* entre una acción-un voto. Además, cabe destacar la pasividad de la CNMV como entidad supervisora del mercado de control, que no se opuso a la emisión de las acciones por Abengoa.

En conclusión, la ruptura del principio de proporcionalidad supone en este supuesto una desprotección de los accionistas minoritarios y de los inversores institucionales, que pierden su control y poder de decisión sobre la sociedad<sup>134</sup>.

---

<sup>131</sup> García De Entrerría, J. Proporcionalidad entre... *Loc. Cit.*, p. 6.

<sup>132</sup> En dicha emisión también es relevante la introducción vía estatutos de una *cláusula anti-OPA o poison pill*, que obligaba a ofrecer el mismo precio a los accionistas titulares de acciones de clase A que a los de clase B. Al igual se incluyen estatuariamente ciertas protecciones a los accionistas de clase B en caso de modificaciones estatutarias u otras operaciones que los perjudiquen negativamente. Sáez Lacave, I. Análisis económico de las cláusulas estatutarias de reconversión de acciones – voto múltiple/ordinarias y doble estructura accionarial. El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el derecho de sociedades. Cuadernos de la Cátedra Garrigues, vol 4. Julio de 2015, p. 25.

<sup>133</sup> Fernández Torres, I. Las *loyalty shares*... *Loc. Cit.Cfr.*, p. 112.

<sup>134</sup> Sáez Lacave, I. Análisis económico de las cláusulas estatutarias... *Loc. Cit.*, p. 28.

## 2. EL ANTEPROYECTO DE LEY DE FOMENTO DE IMPLICACIÓN DE LARGO PLAZO DE LOS ACCIONISTAS DE SOCIEDADES COTIZADAS.

### 2.1 Fundamento y principales objetivos.

Como ya expusimos, el Anteproyecto de Fomento, tiene como objetivo trasponer la Directiva 2017/828 que se enmarca en el plan del legislador europeo de aumentar la implicación de los accionistas en el gobierno de las sociedades cotizadas, luchar contra el cortoplacismo y crear empresas con un negocio sostenible y no solo centradas en maximizar el beneficio para sus acciones.

La implicación de los accionistas se enmarca en las estrategias para la consecución de un mejor gobierno corporativo como se señala expresamente en la Directiva 2017/828: *“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”*.

Entrando a analizar más a fondo el Anteproyecto de Fomento, este tiene tres objetivos principales, como se explica en la exposición de motivos.

Para empezar, busca mejorar el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas equilibrando los intereses entre los diferentes *stakeholders* de la misma, especialmente de sus accionistas. Para ello, se establece el derecho de las sociedades de conocer la identidad de los accionistas<sup>135</sup> y de los beneficiarios últimos en los casos que el accionista sea un entidad intermediaria de custodia o gestión de las acciones<sup>136</sup>; así como medidas con relación a la transferencia de información y ejercicio de voto de los mismos<sup>137</sup>. Del igual manera, se aumenta la transparencia de las operaciones con partes vinculadas de la sociedad<sup>138</sup> y se establece la obligación a las gestoras de fondos de comunicar su política

---

<sup>135</sup> Se modifica el artículo 497 de la LSC.

<sup>136</sup> Se introduce el artículo 497 bis de la LSC.

<sup>137</sup> Introducción de los artículos 520 bis y ter; 524, 524 bis y ter en la LSC.

<sup>138</sup> Introducción del capítulo VII bis que comprende los artículos 529 vicies al 529 quinvicies.

de implicación en las sociedades que participan<sup>139</sup>. Por último, se regula la figura de las entidades asesoras de voto o *proxy advisors*<sup>140</sup>.

En segundo lugar, siendo lo que es de interés especial para este trabajo, se fomenta el aumento de la competitividad del mercado bursátil español con el fin de atraer empresas que elijan España para salir a bolsa. Para ello, se introduce el sistema de las *loyalty shares* o doble voto por lealtad, que dota a los accionistas que mantienen su participación en la empresa por un período mínimo de 24 meses de un voto adicional, que analizaremos en profundidad en el siguiente epígrafe<sup>141</sup>.

También, se suprime la posibilidad de que las personas jurídicas formen parte del Consejo de Administración de las sociedades cotizadas, con el fin de aumentar la transparencia y mejorar el desarrollo del gobierno corporativo. Del mismo modo, se buscan disminuir problemas prácticos y jurídicos especialmente en relación con el principio de lealtad<sup>142</sup>.

Por último, se adaptan a la normativa europea los límites en las emisiones de valores a partir de los cuales es necesario redactar y publicar un folleto informativo de las mismas.

En conclusión, el Anteproyecto de Fomento tiene como fines últimos aumentar la competitividad de los mercados de valores españoles y la implicación de los accionistas en el desarrollo del negocio sostenible de las sociedades cotizadas.

## 2.2 Las *loyalty shares* en el Anteproyecto de Fomento.

Lo primero que debemos tener en cuenta con relación al sistema de *loyalty shares* propuesto en el Anteproyecto de Fomento, es que las mismas no se encuentran recogidas

---

<sup>139</sup> Introducción de los artículos 67 bis y 67 ter en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de Inversión Colectiva.

<sup>140</sup> Se introduce el Capítulo X que comprende los artículos 137 bis a 137 quinquies en Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>141</sup> Se introducen los artículos 527 ter al 527 octies de la LSC.

<sup>142</sup> Modificación del artículo 529 bis 1 de la LSC.

en la Directiva (UE) 2017/828, por lo que ha sido el legislador español por iniciativa propia el que ha decidido su inclusión tomando como referencia el sistema francés y, especialmente, el italiano.

La regulación de lo que en el Anteproyecto de Fomento se denomina “voto adicional por lealtad” se encuentra introducida en la Subsección 4ª del Título XIV, Capítulo VI, Sección 3ª de la LSC entre los artículos 527 ter al 527 octies.

En primer lugar, el artículo 527 ter establece que los estatutos de las sociedades cotizadas podrán ser modificados para dar un voto adicional a aquellos accionistas que mantengan la titularidad de sus acciones durante un período mínimo de dos años. Por lo tanto, las acciones se configuran como un beneficio del titular de las mismas y no una nueva clase de acciones, perdiéndose el privilegio en el momento que se transmite la acción. Es decir, el voto adicional está ligado a la permanencia en la sociedad<sup>143</sup>.

De este modo, al igual que el sistema italiano, el doble voto por fidelidad se establece como un sistema de *opt in* para las sociedades cotizadas, al tenerse que incluir obligatoriamente en los estatutos para que entre en funcionamiento. Además, es importante hacer referencia a que el sistema se construye como una excepción a los artículos 96.2 y 188.2 de la LSC, que como expusimos en su momento, son los que configuran el principio de proporcionalidad en el sistema español con respecto a las sociedades anónimas.

En cuanto al período de lealtad, se instituye un límite legal mínimo de dos años que sólo podrá ser aumentado vía estatutos. Asimismo, para poder introducir el voto de lealtad estatutariamente, el artículo 527 quáter establece mayorías reforzadas. De esta manera, es necesario para su implementación el voto favorable de al menos dos tercios del capital presente o representado si el quorum de asistencia de la junta es de al menos el 50%, o el voto favorable del ochenta por ciento si el quorum de la junta es de al menos el 25%. Sin embargo, se establece la posibilidad de aumentar las mayorías y quorums estatutariamente.

---

<sup>143</sup> Fernández Torres, I. El doble voto por lealtad. Almacén de Derecho, 15 de diciembre de 2019. (Disponible en: <https://almacenederecho.org/el-voto-doble-por-lealtad>; última consulta 29/05/2020).

En cuanto para su supresión una vez se encuentre previsto en los estatutos sociales, serán necesarias las mayorías y los quorums previstos en el artículo 201.2 de la LSC<sup>144</sup>. Además, no se computarán para esas mayorías los derechos de votos adicionales siempre que hayan transcurrido 10 años desde su adopción.

Respecto a la manera del cómputo y funcionamiento de los votos adicionales por lealtad, el artículo 527 quinquies señala que los mismos se tendrán en cuenta para determinar tanto el quorum de la Junta de Accionistas, como las mayorías necesarias para adoptar acuerdos, siempre que no haya disposición estatutaria que determine lo contrario. En cualquier caso, los votos de lealtad se tendrán en cuenta con respecto a la obligación de comunicar las participaciones significativas en la sociedad<sup>145</sup>, así como con respecto a la obligación de lanzar OPA<sup>146</sup>.

El artículo 527 septies establece que, para poder hacer uso del doble voto por lealtad, los accionistas titulares de las acciones deberán acreditar que han cumplido el período de lealtad a través de su inscripción en un registro regulado en los estatutos sociales. Asimismo, la información de dicho registro deberá hacerse pública por la sociedad a cualquier accionista que lo solicite.

Finalmente, el artículo 527 octies regula los supuestos que establecen el fin o transmisión del privilegio de lealtad. En primer lugar, se señala que el privilegio se extinguirá en los supuestos en los que se produzca una transmisión de las acciones, ya sea a título oneroso o a título gratuito y desde el momento en que se produce dicha transmisión. Recordamos que el privilegio va unido al titular y no a la acción en sí.

Con respecto a las situaciones en las que no se pierde el privilegio, siempre que no se disponga estatualmente lo contrario, el artículo 527 octies en su apartado segundo establece las transmisiones *mortis causa*, la atribución de las acciones al cónyuge al

---

<sup>144</sup> Dicho artículo prevé que: “si el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta. Sin embargo, se requerirá el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento.”

<sup>145</sup> Artículo 540 de la LSC.

<sup>146</sup> Artículo 128 y ss. de la LMV.

disolverse la sociedad de gananciales o las donaciones entre los mismos o entre ascendientes y descendientes.

En cuanto a la persona jurídica, se establece la continuidad del privilegio en relación con cualquier modificación estructural de las sociedades que venga recogida en la Ley 3/2009, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, sin especificarse nada más concreto.

Por último, se señala que las acciones asignadas gratuitamente con respecto a ampliaciones de capital, en cuanto a acciones con voto de lealtad que ya se posean, se beneficiarán automáticamente del privilegio.

En conclusión, el sistema redactado en estos artículos establece las características del voto adicional por lealtad concediendo bastante autonomía a las sociedades para que puedan ampliar los límites establecidos a través de modificaciones estatutarias. Además, parece que existen ciertas lagunas con respecto al régimen del doble voto por lealtad propuesto, que deberían arreglarse a través de la introducción de medidas correctoras facilitando la interpretación del articulado<sup>147</sup>.

### 2.3 Breve crítica al sistema propuesto en el Anteproyecto de Fomento.

Como hemos señalado, parece que el legislador español ha introducido un sistema cuya interpretación genera muchas dudas y que se puede considerar incompleto.

En primer lugar, parece claro que al igual que ocurre en el sistema francés, la norma señala que se otorga un voto adicional por lealtad al accionista que mantiene su participación por al menos 2 años de manera interrumpida. Sin embargo, surge la duda de si los estatutos sociales podrán reconocer la concesión de fracciones de voto adicionales inferiores a 1<sup>148</sup>. Por otra parte, el período mínimo puede ser ampliado estatutariamente, pero no se señala cuál es el límite máximo.

Es importante también hacer referencia a si el derecho de voto doble podría limitarse sólo a ciertos asuntos de la Junta (por ejemplo, si se concede el voto doble para

---

<sup>147</sup> Al igual que ha ocurrido en Italia, especialmente con respecto a la disminución del número de los derechos de voto totales debido a la transmisión de acciones que poseían el privilegio con respecto a las obligaciones de comunicar las participaciones significativas y la obligación de formular OPA obligatoria.

<sup>148</sup> Por ejemplo, 0,5 votos por cada acción de la que se es titular, al igual que ocurre en el sistema italiano.

llevar a cabo modificaciones estatutarias, pero no para decidir sobre modificaciones estructurales o nombrar a los administradores<sup>149</sup>) o condicionarse al cumplimiento de determinados requisitos por parte del accionista, al igual que ocurre en el sistema francés e italiano. También, si se pudiere establecer un umbral máximo al derecho de voto adicional que puede ejercer el accionista con el fin de evitar un control excesivo<sup>150</sup>.

De especial relevancia son las disposiciones relativas al registro donde se debe recoger la titularidad de los accionistas, las cuales no son claras y parece que quedan muy abiertas a la autonomía de las sociedades vía regulación estatutaria. El Anteproyecto de Fomento no señala en qué momento debe introducirse el registro en los estatutos, teniendo en cuenta que debería ser obligatorio desde que se incluye el voto por lealtad.

Por otra parte, hace caso omiso a medidas que precisen la identidad de todos los accionistas solicitantes del derecho de voto reforzado y los datos de aquellos a los que se les haya otorgado el beneficio.

También una de las claves para el buen funcionamiento del registro es recoger la fecha de adquisición y fecha de venta de las acciones a través de un sistema adecuado de inventario. Teniendo en cuenta, que las carteras de los accionistas son dinámicas, sería necesario determinar si se va a seguir un inventario de entradas y salidas FIFO (*first in, first out*) o LIFO (*last in, first out*)<sup>151</sup>.

También se plantea el problema de si el período de lealtad computa en los supuestos en los que la sociedad salga a bolsa (IPO). Es decir, en el supuesto de que una sociedad empiece a cotizar, debemos cuestionarnos si los accionistas previos que mantuviesen sus acciones por más de dos años podrían beneficiarse del voto por lealtad o si el mismo empieza a computar desde la salida a bolsa<sup>152</sup>.

Por otra parte, parece poco claro la remisión a la Ley de Modificaciones Estructurales al transmitirse el derecho. Debería aclararse el supuesto en el que la

---

<sup>149</sup> Fernández Torres, I. El doble voto por lealtad. Almacén de Derecho... *Loc. Cit.*

<sup>150</sup> *Idem.*

<sup>151</sup> FIFO - Las primeras acciones adquiridas, por lo tanto, las que ostentan el beneficio son las primeras que se consideran transmitidas y, en consecuencia, pierden el beneficio. Este sistema es más exigente para el accionista. LIFO – Las últimas acciones adquiridas son las que saldrán y por tanto no tendrán el beneficio. Sistema que favorece a los accionistas. Ver Fernández del Pozo, L. La viabilidad de las acciones de lealtad... *Loc. Cit.*, p.11.

<sup>152</sup> Fernández Torres, I. El doble voto por lealtad. Almacén de Derecho... *Loc. Cit.*



sociedad que emita las acciones de lealtad sea la que sufra las modificaciones estructurales, con respecto a si la sociedad resultante de la fusión o escisión lo tiene previsto en sus estatutos. Aún así, en cualquier caso, debería aclararse en el proyecto de fusión de las sociedades si se mantiene el doble voto por lealtad a los accionistas de la sociedad fusionada o si el período de lealtad se debe contabilizar de nuevo desde el inicio.

Tampoco se menciona nada con respecto a qué ocurre si se produce una prenda o usufructo de las acciones con derecho a doble voto.

Asimismo, otro tema que no se trata con profundidad, es la problemática que surge en torno a la comunicación de las participaciones significativas y la obligación de emitir OPA obligatoria en los supuestos en los que se produce una disminución de las acciones con doble voto, que suponen para determinados accionistas alcanzar los umbrales que conllevan dichas obligaciones<sup>153</sup>.

Por último, debemos plantearnos cómo se conjugan las *loyalty shares* con el ejercicio del derecho de voto en sentido divergente. El voto divergente puede entenderse como la posibilidad de que el accionista vote de manera dispar con respecto a una medida determinada, es decir, que manifieste su voluntad contradictoriamente<sup>154</sup>. El ejercicio de voto de manera divergente conlleva el fraccionamiento del mismo, la división de la cuota accionarial<sup>155</sup>. El artículo 524 de la LSC prevé esta posibilidad para las entidades intermediarias accionistas que actúen por cuenta de diversas personas, siempre que hubiesen recibido instrucciones de los mismos. En consecuencia, se debería plantear como operan los votos adicionales por lealtad con respecto al ejercicio del voto de modo divergente.

Sin lugar a duda, el Anteproyecto de Fomento debe ser aclarado con respecto a las *loyalty shares*. Aún así no debemos perder el horizonte, ya que el mismo puede ser

---

<sup>153</sup> Como ya señalamos al analizar el problema en el sistema italiano, parece que el legislador español no ha tenido en cuenta estos supuestos. Al contabilizarse las obligaciones sobre el número total de votos y no sobre el capital, una disminución de los privilegios concedidos por las acciones de fidelidad puede llevar a determinados accionistas a verse en la obligación de emitir OPA obligatoria.

<sup>154</sup> Sánchez-Calero Guilarte, J. La propuesta de generalización del voto divergente. Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid. Junio de 2014, p. 6. (Disponible en: <https://eprints.ucm.es/25829/1/Voto%20divergente.pdf>; última consulta 7/06/2020).

<sup>155</sup> Sánchez-Calero Guilarte, J. Algunos Cambios en la regulación de la junta general en el informe de la comisión de expertos (y en el anteproyecto de ley de modificación de la LSC) en Ibáñez Jiménez, J. *Comentarios al régimen de la junta general de accionistas en la reforma del gobierno de sociedades*, Thomson Reuters, Madrid 2014, p. 83.

modificado y complementado durante la tramitación parlamentaria. Hay que tener en cuenta, que hasta 2022 el mecanismo no empezará a funcionar. Parece que al igual que ocurrió con la *Loi Florange* francesa, una vez entre en vigor la ley, será necesario que transcurra el período de lealtad de dos años para que el privilegio empiece a funcionar. Aún así debemos volver a recalcar la gran autonomía estatutaria que deja el sistema a las sociedades cotizadas, pudiéndose establecer un mecanismo que realmente consiga la alineación de los accionistas con el objetivo social y el fomento de su activismo.

### 3. PROBLEMAS Y ALTERNATIVAS PARA FOMENTAR EL ACTIVISMO ACCIONARIAL EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS.

Una vez expuesto el sistema, debemos entrar a analizar si el mismo cumple con sus objetivos principales, es decir, la lucha contra el cortoplacismo y el fomento del activismo tanto de los accionistas minoritarios como de los inversores institucionales.

#### 3.1 La estructura accionarial de las sociedades cotizadas españolas del IBEX 35 y la implementación de las *loyalty shares*.

El primer problema que surge en torno al mecanismo de las *loyalty shares* es que sus resultados serán muy diferentes según la estructura accionarial de la sociedad en la que se implemente<sup>156</sup>. Como señala Fernández Torres, no existe una estructura de voto óptima para todas las empresas, sino que según las características de las mismas y de su disposición accionarial podrá determinarse cuál es la más apropiada<sup>157</sup>.

Si miramos a la estructura accionarial de las sociedades cotizadas españolas tomando como muestra las pertenecientes al IBEX 35 (Anexo I), podemos observar que tan solo Banco Sabadell, BBVA, Iberdrola, Repsol, Santander y Telefónica podrían considerarse sociedades de capital disperso, en las que la implementación del doble voto por lealtad podría llevar a fomentar la participación de los accionistas y a acabar con el activismo especulativo.

---

<sup>156</sup> Como explicamos en las sociedades de capital disperso el mecanismo tiene mucho más lógica y mejor funcionamiento que en las sociedades de capital disperso.

<sup>157</sup> Fernández Torres, I. *Las loyalty shares... Loc. Cit.Cfr.*, p. 114.

En cambio, su incorporación en sociedades de capital concentrado, ya sea porque existe un solo accionista que ejerce el control o un conjunto de accionistas con participaciones significativas que actúan conjuntamente, puede llevar a la acumulación de poder, derivándose en conflictos con el resto de los accionistas (accionistas minoritarios, inversores institucionales y *hedge funds*) y al logro de intereses privados en lugar del interés social.

Incluso en el Dictamen elaborado por el Consejo Económico y de Estado se plantea que debería estudiarse con mayor profundidad el impacto que tienen las acciones de lealtad con respecto a los accionistas minoritarios en sociedades con capital concentrado<sup>158</sup>. De esta manera, se indica que debería de introducirse la posibilidad de establecer limitaciones al doble voto de lealtad para que realmente se consiga fomentar el desarrollo del gobierno corporativo y no menoscabar los derechos de los accionistas minoritarios.

Además, también tenemos que señalar que la introducción de las *loyalty shares* puede ir aparejada a la idea del Gobierno español de reducir su participación en aquellas sociedades en las que participa (AENA o Red Eléctrica) manteniendo el control de las mismas<sup>159</sup>.

### 3.2 Medidas complementarias al sistema de las *loyalty shares*.

Para lograr de manera correcta los objetivos que se proponen a través del sistema de *loyalty shares* se puede optar por combinar el mecanismo con otras políticas de fidelización de los accionistas. Como ya expusimos en su momento, las *loyalty shares* en general incluyen todas las políticas de fidelización que se pueden conceder a los accionistas.

---

<sup>158</sup> Consejo Económico y de Estado. Sobre el Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de capital, aprobado por el Real Decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Dictamen 4/2019. 23 de octubre de 2019. (Disponible en: <http://www.ces.es/documents/10180/5210145/Dic042019.pdf>; última consulta 5/06/2020).

<sup>159</sup> Al igual que el Gobierno francés con Renault y el Gobierno italiano con Enel.

En primer lugar, las *loyalty shares* se podrían combinar con una política fiscal favorable para aquellos accionistas leales. Así, se consigue que los accionistas vean reducido el nivel impositivo con respecto a las ganancias que obtienen de la sociedad (ya sea por la venta de acciones mantenidas durante un largo período de tiempo o por la obtención de dividendos mayores)<sup>160</sup>. Incluso, se podría aplicar al contrario, penalizando a aquellos accionistas que mantienen sus participaciones en la sociedad por períodos de tiempo muy corto<sup>161</sup>.

También debemos considerar la concesión de un dividendo mejorado a aquellos accionistas que cumplen el período de lealtad. De esta forma, se establecerían estatariamente preferencias sobre las ganancias para aquellos socios leales. Por lo tanto, se consigue que los accionistas mantengan su inversión en la sociedad fomentándose el largoplacismo, asociando, al igual que ocurre con el doble voto, un privilegio a la acción ordinaria que premia la lealtad<sup>162</sup>. El artículo 95 de la LSC permite la construcción del dividendo mejorado en base a privilegiar a determinados socios con respecto a su participación en las ganancias sociales, siempre que haya paridad de trato de todos los accionistas.

Otra posible manera de premiar la fidelidad de los accionistas es a través de la concesión de acciones adicionales u opciones sobre acciones (*loyalty warrants*). A través de este sistema, se otorgan acciones liberadas o de autocartera o se les concede opciones de suscripción de compra de acciones, ya sea de la misma sociedad, o de otra sociedad del grupo<sup>163</sup>. Normalmente este tipo de beneficios se concede debido a un pacto estatutario de dividendo mejorado cuando se acuerda que dicho dividendo sea pagado en acciones u opciones<sup>164</sup>.

A través de estas políticas de fidelización se consigue el fomento del largoplacismo del accionista al existir un beneficio económico. Sin embargo, lo ideal es combinar estas políticas con el sistema de doble voto por lealtad que hemos expuesto, logrando fomentar también el activismo accionarial.

---

<sup>160</sup> Fernández Torres, I. *Las loyalty shares... Loc. Cit.Cfr.*, p. 85.

<sup>161</sup> Esta medida beneficiaría mucho la lucha contra el cortoplacismo, sin embargo, su implementación es muy difícil debido a la gran cantidad de inversores en el mercado cortoplacistas.

<sup>162</sup> Fernández del Pozo, L. *La viabilidad de las acciones de lealtad... Loc.Cit.*, p.14.

<sup>163</sup> Fernández del Pozo, L. *La viabilidad de las acciones de lealtad... Loc.Cit.*, p. 14.

<sup>164</sup> *Idem.*

### 3.3 Imponer un deber de lealtad reforzado a los accionistas.

El legislador europeo se ha encaminado a aumentar los derechos de los accionistas en la sociedad. En consecuencia, debemos plantearnos si mayores derechos debieran conllevar un mayor deber de lealtad con la sociedad. Especialmente parece importante para aquellos socios que tienen participaciones mayoritarias con el fin de evitar que actúen en base a beneficios privados, perjudicando, el interés social<sup>165</sup>. Por consiguiente, la introducción de este deber consigue limitar las posibles actuaciones oportunistas de los accionistas de la sociedad<sup>166</sup>.

Este deber de lealtad reforzado está principalmente introducido en el derecho de sociedades alemán y en el norteamericano. En Alemania, el sistema se introduce para todo tipo de accionistas, consagrándose con el fin de evitar que los accionistas no abusen de su poder para tomar decisiones que tengan un efecto negativo en la inversión de otros accionistas. El mismo se justifica teniendo en cuenta que las decisiones de los accionistas mayoritarios no sólo afectan a la inversión de aquellos que forman parte de la mayoría, sino también a los que han perdido la votación<sup>167</sup>.

En Estados Unidos el deber de lealtad reforzado se ha establecido por los tribunales principalmente para los socios de control, en base a que un mayor poder de los accionistas debe llevar aparejado mayor responsabilidad<sup>168</sup>. Especialmente la doctrina americana considera importante su introducción con respecto a los accionistas activistas y a los *hedge funds* que desarrollan un activismo cortoplacista, el cual se da con mucha más frecuencia en el mercado norteamericano<sup>169</sup>.

---

<sup>165</sup> Paz Ares, C. Anatomía del deber de lealtad. Artículos Uría-Menéndez. 30 de enero de 2015. (Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4614/documento/at03.pdf?id=5766>; última consulta 8/06/2020).

<sup>166</sup> Fernández Torres, I. Las *loyalty shares*... *Loc. Cit.Cfr.*, p.184.

<sup>167</sup> Cahn, Andreas. The Shareholders' Fiduciary Duty in German Company Law. Published in Shareholders' Duties, Hanne S. Birkmose (ed.), Kluwer Law International, 2017; Nordic & European Company Law Working Paper No. 18-13. Noviembre, 2016, p. 349-350. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3126695>; última consulta 08/06/2020).

<sup>168</sup> Anabtawi, I. y Stout, L., Fiduciary Duties for Activist Shareholders. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-02; Stanford Law Review, Vol. 60, 2008. Febrero de 2008, p. 14 (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1089606>; última consulta 08/06/2020).

<sup>169</sup> *Idem*.

En conclusión, la implementación de un deber de lealtad reforzado conseguiría luchar contra el cortoplacismo e impedir que se produzcan abusos de poder por parte de los socios mayoritarios. Además, de esta manera se consigue evitar redistribuir competencias que puedan reforzar el poder de los administradores de la sociedad, disminuyéndose los costes de agencia<sup>170</sup>.

---

<sup>170</sup> Fernández Torres, I. *Las loyalty shares...* *Loc. Cit.Cfr.*, p.185.

## CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES.

A partir de la investigación realizada en este trabajo, podemos extraer las siguientes conclusiones:

En primer lugar, debemos hacer referencia a los efectos de las *loyalty shares* con respecto a sus efectos en los diferentes tipos de sociedades:

- El mecanismo de las *loyalty shares* soluciona los posibles problemas de cortoplacismo para las sociedades cuyo capital está diluido, y en las que el principal conflicto de interés surge entre los administradores y los accionistas de la misma. En este tipo de sociedades, las *loyalty shares* aumentarán el poder de los accionistas con respecto a los administradores y, por consiguiente, el control que ejercen sobre los mismos. En consecuencia, los costes de agencia disminuirán y se fomentará la creación de valor en el largo plazo.
- En cambio, las sociedades cotizadas españolas suelen presentar estructuras de capital concentrado, en la que los principales problemas surgen de los conflictos de interés entre mayoría – minoría. La introducción de las *loyalty shares* en este tipo de sociedades puede traer consecuencias negativas, ya que puede suponer una mayor concentración de poder para los socios de control, produciéndose abusos de la minoría. Por lo tanto, si no se establecen fuertes mecanismos de control, los socios mayoritarios pueden implantar la búsqueda de sus intereses personales por encima del interés social general. Del mismo modo, el mecanismo puede fomentar mayores obstrucciones de los accionistas minoritarios con respecto a la consecución del interés social.
- Por consiguiente, las *loyalty shares* sólo deben ser introducidas en aquellas sociedades cuya estructura accionarial permita que el mecanismo genere un beneficio para la participación e involucración de los accionistas en el fomento de la sostenibilidad y creación de valor a largo plazo. En España, existen ciertas sociedades con estructuras de capital diluido como BBVA, Iberdrola, Repsol, Banco Santander o Telefónica, en las que su introducción podría suponer un incremento de la participación de los accionistas con su correspondiente mayor

control sobre la gestión de la sociedad, fomentándose las buenas prácticas de gobierno corporativo.

En segundo lugar, debemos hacer referencia al sistema de voto doble por lealtad introducido por el legislador español en el Anteproyecto de Fomento:

- Sin lugar a duda, el sistema presenta muchas lagunas. Hay que recalcar que todas las desviaciones al principio de proporcionalidad deben estar perfectamente regulas estableciéndose los límites a través de los cuales se impiden la aparición de abusos por parte de determinados accionistas. Sin embargo, parece que el legislador español ha dotado de demasiada autonomía a las sociedades cotizadas para la introducción de las *loyalty shares* en sus estatutos.
- La regulación del Anteproyecto de Fomento presenta grandes deficiencias con respecto al sistema de registro de los accionistas para acreditar el período de lealtad, siendo la especificación de dicho sistema una de las claves del funcionamiento de las *loyalty shares*. El legislador se ha limitado a establecer que dicho sistema se debe regular vía estatutaria sin clarificar nada más al respecto. Del mismo modo, se debería especificar si el derecho de voto puede limitarse a determinados asuntos de la Junta General, así como si se pueden establecer umbrales para el número máximo de votos de lealtad. También, parece clave tratar los problemas que surgen en torno a la formulación de OPA y de comunicación de participación significativa a la CNMV cuando se produzca una disminución de los votos por lealtad.
- En conclusión, el sistema propuesto debería ser complementado estableciendo más límites al mismo. Parece que el legislador español ha tomado como ejemplo las bases del sistema de *voto maggioritato* italiano, pero se ha olvidado de introducir todas las medidas correctoras que lo complementen con el fin de evitar abusos de poder de determinados accionistas.

En tercer lugar, debemos señalar que no existen datos empíricos que señalen que las *loyalty shares* fomentan el activismo de los inversores minoritarios y que su integración favorece principalmente la involucración de los inversores institucionales. Del mismo



modo, permite a los socios mayoritarios y a los administradores de la sociedad defenderse del activismo de los *hedge funds*.

Por último, es importante recalcar que no existe una estructura de voto óptimo en general, y que cada sociedad debe diseñar cuál es la que mejor se adapta a su contexto económico – jurídico y a su demografía accionarial. En consecuencia, podemos concluir señalando que las *loyalty shares* pueden ser un mecanismo útil para sociedades con unas características determinadas, cuya implementación en las mismas, puede suponer un incremento real de la involucración de los accionistas, ya sea por sí solas o complementándose con otras políticas de fidelización que aumenten sus efectos. Sin embargo, es necesario que se regulen de manera minuciosa todos los límites con el fin de evitar posibles consecuencias negativas y abusos de poder.

## **BIBLOGRAFÍA.**

### **LEGISLACIÓN:**

- Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.
- Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. BOE núm. 310, de 27 de diciembre de 1989, páginas 40012 a 40034.
- Decreto-legge núm. 91 de 24 de junio de 2014 publicado en la Boletín Oficial Italiano (Gazzette Ufficiale) núm. 144, de 24 de junio y convertido en Ley núm. 116, de 11 de agosto de 2014.
- 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.
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, BOE núm. 265 del 05/11/2003.
- Ley de 17 de julio sobre régimen jurídico de las Sociedades Anónimas. BOE núm. 199, de 18 de julio de 1951, páginas 3355 a 3374.
- *Loi 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle* (Ley 2014-384, de 29 de marzo de 2014, destinada a recuperar la economía real). Boletín Oficial de Francia, 1 de abril de 2014.
- Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensión, BOE núm. 298 de 13/12/2002.
- 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 03/07/2010. En adelante LSC.

## OBRAS DOCTIRNALES:

- Alborch, C. *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*. Editorial Tecnos, Madrid, 1977.
- Alvaro, S., A. Ciavarella, A., D'Eramo, D. y Linciano, N. La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto múltiplo. 95. Cuaderno Jurídico Consob, núm. 5. Enero de 2014. (Disponible en: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/qg5>; última consulta 20/06/2020).
- Anabtawi, I. y Stout, L., Fiduciary Duties for Activist Shareholders. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-02; Stanford Law Review, Vol. 60, 2008. Febrero de 2008. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1089606>; última consulta 08/06/2020).
- Annunziata, F. y Giombini, A. La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo). Diritto Bancario. Noviembre de 2014. (Disponible en: <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/societa/disciplina-voto-plurimo-introdotta-decreto-competitivita-pegno-usufrutto-e-sequestro-di-azioni>; última consulta 20/06/2020).
- Basdevant, F. L'instauration d'un droit de vote double légal dans les sociétés cotées (Loi Florange). RTDF n°3. 2014.
- Becht, M., Kamisarenka, Y. y Pajuste, A. Loyalty Shares with Tenure Voting - Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 398/2018. Mayo de 2018. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3166494>; última consulta 29/04/2020.)
- Black, Bernard S. Shareholder Passivity Reexamined. Michigan Law Review, Vol. 89, 1990. Pp. 520-608. (Disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.366820> última consulta 13/04/2020).
- Bolton, P. y Samama, F. Loyalty-Shares: Rewarding Long-Term Investors. ECGI - Finance Working Paper. No.342/2013. 1 de noviembre de 2012. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2188661> ; última consulta 28/04/2020).
- Cahn, Andreas, The Shareholders' Fiduciary Duty in German Company Law. Published in Shareholders' Duties, Hanne S. Birkmose (ed.), Kluwer Law International, 2017; Nordic & European Company Law Working Paper No. 18-13.

Noviembre de 2016. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3126695>; última consulta 08/06/2020).

- Chiara, M. Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge. Between Tenured Voting and Takeover Law. Michigan. Business. & Entrepreneurial Law Review. 245. Septiembre de 2019. (Disponible en: <https://repository.law.umich.edu/mbelr/vol8/iss2/3>; última consulta 28/04/2020)
- Couret, A. Le droit de vote doublé. Bulletin Joly Bourse, núm. 10. Octubre de 2014.
- De Carlos Beltrán, L. *La Sociedad Cotizada*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez 39/2015. Pp. 42. (Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4613/documento/at02.pdf?id=5765>; última consulta 15/04/2020).
- Enriques, L. y Volpin, P. Corporate Governance Reforms in Continental Europe. Journal of Economic Perspectives, 21. 2007. Pp. 117 a 140. (Disponible en: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.21.1.117>; última consulta 19/06/2020).
- Fernández del Pozo, L. La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (*loyalty shares*). Revista de Derecho Bancario y Bursátil num.152/2018 parte Artículos Editorial Aranzadi. 2018.
- Fernández Torres, I. *Las Loyalty shares cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017.
- Ferrarini, Guido, One Share - One Vote: A European Rule?. ECGI - Law Working Paper No. 58/2006. Enero de 2006. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=875620> ; última consulta 4/05/2020).
- Fuentes Naharro, M. Propiedad y control: problemática asociada a los grupos de estructura piramidal. El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el derecho de sociedad. Cuadernos de la Cátedra Garrigues, vol 4. Julio de 2015.
- Gandía Pérez, E. Acciones de voto plural y *loyalty shares*. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia. Revista de derecho mercantil, núm. 300. 2016 Pp. 61-112.
- Gandía Pérez, E. El Nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las *loyalty shares* introducidas por el decreto-legge Núm. 91, de 24 de junio. Cuadernos de Derecho y Comercio, núm. 65. Junio de 2016. Pp. 173-203.

- García De Entrerría, J. Proporcionalidad entre capital y voto: mecanismos de quiebra del principio y su fundamento societario. El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el derecho de sociedades. Cuadernos de la Cátedra Garrigues, vol 4. Julio de 2015.
- García Mandaloniz, M. “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con divulgación de la información no financiera”. Revista de Derecho de Sociedad núm. 54/2018 parte Estudios. (Disponible en Aranzadi; última consulta 12/04/2020).
- Gilson, R. Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes. 73 Va. Law Review. 1987. (Disponible en: [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/987](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/987); última consulta 17/06/2020).
- Gilson, R. y Gordon, J., The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights. Columbia Law Review. Marzo de 2013. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2206391>; última consulta 20/04/2020).
- Girón, J. *Derecho de Sociedades Anónimas*. Valladolid, 1952.
- Goergen, M., Martynova, M., y Renneboog, L. Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe. TILEC Discussion Paper, Vol. 2005-017. 2005. (Disponible en: <https://pure.uvt.nl/ws/portalfiles/portal/775978/2005-017.pdf>; última consulta 10/06/2020).
- Harper Ho, V. 'Enlightened Shareholder Value': Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide. Journal of Corporation Law, Vol. 36, No. 1. 11 de Agosto de 2010. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1476116>; última consulta 17/06/2020).
- Hernández. Peñasco, R. Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Revista de Derecho de Sociedades num.48/2017 parte Estudios Editorial Aranzadi, S.A.U., Cizur Menor, 2017.
- Herrero Morant, Rebeca. *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas*, Marcial Pons, Madrid, 2019.
- Hill, C. y McDonnell, B. Short and Long Term Investors (and Other Stakeholders Too): Must (and Do) Their Interests Conflict? Research Handbook on Mergers and

- Acquisitions, Claire A. Hill and Steven Davidoff Solomon (eds), Edward Elgar Publishing, Forthcoming; Minnesota Legal Studies Research Paper No. 15-37. Diciembre de 2015 (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2699324>; última consulta 12/06/2020).
- Kaplan, S. y Stromberg, P. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis Of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*. 2003. (Disponible en: <https://www.nber.org/papers/w7660.pdf>; última consulta 18/06/2020).
  - Lamandini, M. Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto. Relazione al XXVIII Convegno di studio su “*Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*”. Courmayeur. Septiembre de 2014. (Disponible en: [https://www.cnpds.it/documenti/relazione\\_prof\\_lamandini.pdf](https://www.cnpds.it/documenti/relazione_prof_lamandini.pdf); última consulta 20/06/2020).
  - Marchisio, E. La "maggiorazione del voto" (art. 127 quinquies TUF) récompense al socio "stabile" o trucege del socio di controllo? *Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza* Vol. 68, núm. 1. 2015. Pp. 78-117.
  - Megías López, J. Opresión y obstruccionismo en las sociedades de capital cerradas: abuso de mayoría y de minoría», *Anuario Jurídico y Económico Escorialense*, XLVII. 2014. Pp. 13 a 56. (Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4639613>; última consulta 13/06/2020).
  - Perdices Huetos, A. Los asesores de voto. Evidencias y mitos desde la polémica de los proxy advisors. *Investigaciones y Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, vol. IV, Madrid, 2013. Pp. 1-52.
  - Puente González, I. La influencia del activismo accionarial en el gobierno corporativo de sociedades cotizadas. *Régimen Jurídico Comparado: España, Estados Unidos y Reino Unido*. *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales* núm. 5/2017 parte Estudios. Editorial Aranzadi, S.A.U., Cizur Menor, 2017.
  - Ringe, W. Deviations from Ownership-Control Proportionality - Economic Protectionism Revisited. *Company Law and Economic Protectionism*. *Oxford Legal Studies Research Paper* No. 23. 2010 (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1789089>; última consulta 13/04/2020).

- Ringe, W. Shareholder Activism: A Renaissance. en Gordon, J. y Ringe, W. en *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance.*, Oxford University Press. 2015.
- Sáez Lacave, I. Activismo Accionarial, Hedge Funds y el artículo 161 de la LSC. Revista InDret, Vol. 8. 2018. (Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3290788](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290788); última consulta 23/04/2019).
- Sáez Lacave, I. Análisis económico de las cláusulas estatutarias de reconversión de acciones – voto múltiple/ordinarias y doble estructura accionarial. El principio de proporcionalidad entre capital y voto en el derecho de sociedades. Cuadernos de la Cátedra Garrigues, vol 4, Julio de 2015.
- Sagliocca, M. Il definitivo tramonto del principio “una azione, un voto”: tra azione a voto multiplo e maggioranza del voto. Rivista dil notariato, 68. 2014.
- Sánchez-Calero Guilarte, J. Algunos Cambios en la regulación de la junta general en el informe de la comisión de expertos (y en el anteproyecto de ley de modificación de la LSC) en Ibáñez Jiménez, J. *Comentarios al régimen de la junta general de accionistas en la reforma del gobierno de sociedades*, Thomson Reuters, Madrid, 2014.
- Sánchez-Calero Guilarte, J. La propuesta de generalización del voto divergente. Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid. Junio de 2014. (Disponible en: <https://eprints.ucm.es/25829/1/Voto%20divergente.pdf>; última consulta 7/06/2020).
- Sánchez-Calero, J., A. Menéndez, A. y Beltrán, E.M. Comentario al art. 50 de la LSA en Uría/Menéndez/Olivencia en *Comentario legal de las sociedades Mercantiles*. Civitas, 1992.
- Thompson, R. y Edelman H. Corporate Voting, 62 Vanderbilt Law Review 127, 2009. (Disponible en: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol62/iss1/3> última consulta 10/4/2020).
- Torck, S. L'attribution automatique du droit de vote double, Droit des sociétés n° 7. Julio de 2014.
- Uría, R. El derecho de voto del accionista. Revista crítica de Derecho Inmobiliario. Núm. 178. Marzo de 1943. Pp. 165 – 182.

- Ventoruzzo, M. The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat. Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2574236; Penn State Law Research Paper No. 3-2015; ECGI - Law Working Paper No. 288/2015 Marzo de 2015. (Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2574236>; última consulta 28/04/2020).
- Villacorta Hernández, MA. Las acciones rescatables en el derecho español. Revista del CES Felipe II. N° 13. 2011. (Disponible en <http://www.cesfelipesecondo.com/revista/articulos2011/Villacorta%20.pdf>; última consulta 19/06/2020).

#### **RECURSOS DE INTERNET:**

- Alfaro Águila-Real, J. Activismo Accionarial. Almacén de derecho, 2014. (Disponible en: <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2014/05/activismo-accionarial-i.html>; última consulta 15/04/2020).
- Alfaro Águila-Real, J. Una breve historia de la Sociedad anónima y del comercio transoceánico. Almacén de derecho, 2016. (Disponible en <https://almacenederecho.org/una-breve-historia-la-sociedad-anonima-comercio-transoceanico/>; última consulta 10/4/2020).
- CNMV. Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados. Ejercicio de 2018. (Disponible en [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_2018.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2018.pdf); última consulta 20/05/2020).
- Consejo Económico y de Estado. Sobre el Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de capital, aprobado por el Real Decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Dictamen 4/2019. 23 de octubre de 2019. (Disponible en: <http://www.ces.es/documents/10180/5210145/Dic042019.pdf>; última consulta 5/06/2020).
- Fernández Torres, I. El doble voto por lealtad. Almacén de Derecho, 15 de diciembre de 2019. (Disponible en: <https://almacenederecho.org/el-voto-doble-por-lealtad/>; última consulta 29/05/2020).



- Herrero Morant, R. La problemática en torno a los proxy advisors: el Robo – voting. Blog Facultad de Derecho. 2018. (Disponible en: [https://www.blog.fder.uam.es/2018/11/28/la-problematica-en-torno-a-los-proxy-advisors-el-robo-voting-rebeca-herrero-morant/#\\_ftn2](https://www.blog.fder.uam.es/2018/11/28/la-problematica-en-torno-a-los-proxy-advisors-el-robo-voting-rebeca-herrero-morant/#_ftn2); última consulta 15/06/2020).
- Paz Ares, C. Anatomía del deber de lealtad. Artículos Uría-Menéndez. 30 de enero de 2015. (Disponible en: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4614/documento/at03.pdf?id=5766>; última consulta 8/06/2020).
- Shearman and Sterling y ISS. Report on the proportionality principle in the European Union. 2007. (Disponible en: <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/14881/attachments/2/translations/en/renditions/native>; última consulta 5/05/2020).
- Faus Pujol, M. Práctico Sociedades Mercantil. Vlex. Barcelona. Junio de 2020. (Disponible en <https://app.vlex.com/#WW/vid/66934063>; última consulta 19/06/2020).

## ANEXO I.

Análisis de la estructura de capital de las Sociedades del IBEX 35			
Sociedades	Total Participaciones Significativas (%)	% de votos del Consejo de Administración	Capital Flotante (%)
Acciona	60,9	0,2	38,2
Acerinox	43,9	0,0	56,2
ACS	10,1	13,8	82,4
Aena	57,2	8,3	38,4
Amadeus IT Group	23,6	0,1	76,2
Arcelormittal	Informe consolidado de grupo		
Banco Sabadell	5,8	3,8	90,8
Bankia	64,9	0,0	37,5
Bankinter	3,6	28,3	67,5
BBVA	5,9	0,0	93,9
Caixabank	45,1	0,7	54,2
Cellnex Telecom	48,3	0,0	51,7
CIE. Automotive	36,0	26,4	37,4
Colonial	44,6	16,0	39,5
Enagas	18,0	5,1	76,9
ENCE	7,0	42,1	51,3
Endesa	70,1	0,0	29,9
Ferrovial	15,9	30,9	54,6
Grifols	42,3	0,4	56,7
IAG	41,2	0,1	58,2
Iberdrola	17,3	0,2	82,1
Inditex	5,1	59,4	35,5
Indra	42,5	0,4	57,0
Mapee	67,7	0,1	31,3
Masmovil	40,7	8,2	51,1
Mediaset	53,2	0,1	42,4
Meliá Hotels	13,4	41,6	43,5
Merlin Prop.	26,5	0,6	73,2
Naturgy	72,2	0,0	27,2
Red Eléctrica	23,0	0,0	77,0
Repsol	14,5	0,1	84,7
Santander	5,4	0,8	93,8
Siemens Gamesa	67,1	0,0	32,7
Telefónica	15,5	0,2	82,9
Viscofan	40,3	6,1	53,3

Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo de 2019 de las Sociedades del IBEX 35 publicados en la página web de la CNMV.