



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**ACCIONES DE LEALTAD Y
PROBLEMÁTICA RELACIONADA**

Reflexiones al hilo del Anteproyecto de mayo de 2019

Autor: María Puente Rueda

5°E3-D

Área: Derecho Mercantil

Tutor: Carlos Paredes Galego

Madrid

Abril, 2020.

ÍNDICE

1. REGULACIÓN	5
1.1 Introducción	5
1.2 Directiva 2017/828	6
1.3 Anteproyecto de ley de 24 de mayo de 2019	10
1.4 Acciones de lealtad (arts 527 ter a 527 octies LSC).....	13
2.EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD	23
2.1 Principio de proporcionalidad en abstracto.....	23
2.2 Principio de proporcionalidad en el Derecho de Sociedades Español.....	27
3. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN	29
3.1Tipos de OPA según su estructura de capital y encaje de las acciones de lealtad .	29
3.2 Problemas concretos que pueden surgir en relación con las acciones de lealtad en una opa.....	33
4. ¿CREACIÓN O DESTRUCCIÓN DE VALOR?	36
4.1 Refuerzo de la competitividad de nuestro ordenamiento a través de las acciones de lealtad. Referencias a Italia y Francia.	36
4.2. Costes para las compañías relativos a la implementación de las acciones de lealtad.....	38
4.3 Nuevo mercado- propuesta de optimización de valor y privatización de compañías estatales.	40
5. CONCLUSIÓN	42
6.BIBLIOGRAFÍA.....	45
6.1 Legislación	45
6.2 Obras doctrinales e informes institucionales.....	46

RESUMEN

El derecho de sociedades continental está siendo objeto de una profunda revisión. La Unión Europea ha ido promoviendo una serie de reformas internas enfocadas a la mejora del gobierno corporativo, transparencia y largoplacismo, siendo una de las más importantes la que se materializa a través de la Directiva 2017/828, que en el ordenamiento español se plasma en el Anteproyecto de 24 de mayo de 2019.

Sin embargo, nuestro legislador, apartándose de su proceder habitual ha decidido incluir en nuestro ordenamiento un instrumento no obligado por esta Directiva; las acciones de lealtad. A lo largo de este trabajo he hecho una serie de reflexiones acerca de esta ruptura del principio de proporcionalidad en las sociedades cotizadas, analizando en primer lugar la normativa y objetivos que aparentemente se persiguen para promover una reforma tan significativa del derecho de sociedades español, y estudiando después toda la problemática que va a surgir a consecuencia de ésta.

En este sentido, llevaré a cabo un análisis de una serie de escenarios en el ámbito de las ofertas públicas de adquisición que podrían darse si finalmente se implementaran las *loyalty shares*, poniendo de manifiesto las carencias y falta de reflexión que existe en la propuesta de regulación del Anteproyecto. Estudiaré también las acciones de lealtad como un instrumento que otorgue competitividad a nuestro ordenamiento, con referencias a los casos italiano y francés.

Con ambas perspectivas haré una valoración de la conveniencia o no de introducirlas en nuestro ordenamiento y en qué términos, concluyendo que se trata de un instrumento que con las debidas garantías y regulación exhaustiva sí que puede aportar atractivo y una mayor eficiencia, no sólo al conjunto de nuestro derecho de sociedades, sino también a nuestras sociedades cotizadas de forma individual.

ABSTRACT

Continental company law is undergoing a thorough revision. The European Union has been promoting a series of internal amendments aimed at improving corporate governance, transparency and long-termism, one of the most important of which is

Directive 2017/828, which in Spanish law is embodied in the Preliminary Draft of 24 May 2019.

However, our legislator, departing from its usual procedure, has decided to include in our legislation an instrument not required by this Directive, loyalty shares. Throughout this work I have made a series of considerations on this breach of the principle of proportionality in listed companies, firstly analyzing the regulations and objectives apparently being pursued to promote such a significant reform of Spanish company law, and then studying all the problems that will arise as a result.

In this respect, I will carry out an analysis of a series of scenarios in the field of takeover bids that could arise if loyalty shares were finally implemented, highlighting the shortcomings and lack of reflection in the proposed regulation of the Preliminary Draft. I will also study loyalty shares as a method to give competitiveness to our system, with references to the Italian and French cases.

From both perspectives, I will assess whether or not it is appropriate to introduce them into our legislation and in what terms, concluding that it is an instrument which, with the appropriate guarantees and exhaustive regulation, can provide attraction and greater efficiency, not only to our company law as a whole, but also to our listed companies individually.

PALABRAS CLAVE: Acciones de lealtad, proporcionalidad, accionistas de control, oferta pública de adquisición.

KEY WORDS: loyalty shares, proportionality, controlling shareholder, mandatory takeover bid.

1. REGULACIÓN

1.1 Introducción

Durante la crisis económica de 2008 se pusieron de manifiesto una serie de ineficiencias en el mecanismo del sistema societario continental. Los desequilibrios en la toma de decisiones en el seno de los gobiernos corporativos, así como la falta de productividad que esto ha conllevado puso en tela de juicio la manera de entender nuestro tradicional derecho de sociedades.

La Unión Europea ha ido plasmando su preocupación por las deficiencias estructurales derivadas de la visión cortoplacista imperante en las empresas europeas, siendo la *Directiva 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*¹ una de las muchas manifestaciones de esta inquietud. En el preámbulo de la Directiva 2017/828 se explican las deficiencias de gestión existentes en las sociedades cotizadas, identificando como causa principal de las mismas el modelo de gobierno corporativo existente, orientado a la consecución de determinados objetivos financieros trimestrales y a la revalorización de la acción para satisfacer al accionista en el corto plazo, algo que considera alejado de lo que es el gobierno óptimo de una sociedad. Además, explica que las largas cadenas de custodia existentes en las sociedades cotizadas suponen un obstáculo para que los accionistas ejerzan sus derechos. Las sociedades cotizadas han de poder identificar a sus accionistas, comunicación que además es necesaria para que éstos puedan ejercer sus derechos y articular decisiones informadas.

El pasado 24 de mayo de 2019 el Gobierno publicaba un Anteproyecto de Ley² para cumplir con las medidas mencionadas. Sin embargo, no sólo proponía medidas para adecuar nuestra legislación a la legislación europea en estas materias, sino que iba un paso más allá e introducía las polémicas acciones de lealtad, ya operativas en varios estados miembros entre los que destacan Francia e Italia. A lo largo de este trabajo

¹ Directiva 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 (DOUE 17 de mayo de 2017).

² 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.

analizaré tanto la Directiva como el Anteproyecto mencionados, para entender las causas que motivaron al legislador español a introducir las acciones de lealtad en nuestro sistema. Analizaré también en qué consisten las acciones de lealtad en cuanto a ruptura del principio de proporcionalidad, y tras obtener una idea general de su funcionamiento, estudiaré su posible implementación en la legislación societaria española, así como todas las dificultades que puede conllevar la misma en especial en el régimen de OPAs, analizando de forma crítica el atractivo de este instrumento para el conjunto de nuestro ordenamiento, y concluyendo con una valoración acerca si el objetivo del legislador de fomentar el largoplacismo en los órganos de control se ve incrementado o por el contrario podrían existir medidas más efectivas.

1.2 Directiva 2017/828

La Directiva 2017/828 proviene de la materialización de las propuestas de la Comisión en la Comunicación de 12 de diciembre de 2020; “*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*”³, dónde ya se ponía de manifiesto la necesidad de adaptar el marco legislativo europeo de los gobiernos corporativos a las necesidades de la sociedad actual.⁴

En esta Comunicación se analizan las deficiencias que ha conllevado la aplicación del principio de “cumplimiento o explicación” en relación con el seguimiento de los códigos nacionales de gobierno corporativo, recalando la necesidad de establecer una conexión estrecha entre los accionistas de la sociedad y el consejo de administración.⁵ El juego de contrapesos consejo de administración- accionistas está claramente desequilibrado hacia el lado del primero, puesto que la falta de interés de los accionistas (que además solo

³ Comisión Europea, “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”. COM(2012) (12 de diciembre de 2012)

⁴ Herrero Morant, R. “El fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de las sociedades cotizadas a raíz de la Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2007/35/CE”, *LA LEY mercantil*, Sección Sociedades, n. 35, 2017, p.4.

⁵ Palá Laguna, R. “Anteproyecto de Ley de 24 de mayo del 2019 por el que se adapta el Derecho español a la Directiva (UE) 2017/828 respecto al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de la sociedad cotizada”, *Publicaciones GA_P*, 2019, p.2. (Disponible en: <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2019/05/Anteproyecto-de-Ley-de-24-de-mayo-del-2019-por-el-que-se-adapta-el-Derecho-espa%C3%B1ol-a-la-Directiva-UE-2017-828.pdf>)

poseen sus acciones cortos periodos de tiempo) sumado a las deficiencias de aplicación de los códigos de gobierno corporativo y vagas explicaciones del consejo para justificar la desviación de sus estándares hacen que en la práctica el consejo olvide los intereses de la sociedad a largo plazo de la empresa y su sostenibilidad y orienten las estrategias empresariales hacia la consecución de objetivos trimestrales y revalorización de las acciones para contentar a los accionistas especulativos. En la Comunicación se establecen tres líneas generales de actuación para reorientar la relación entre los accionistas y el consejo, siendo los dos primeros los ejes fundamentales en torno a los que se ha redactado la Directiva analizada.

La primera línea de actuación se basa en el fomento de la transparencia, de forma que por un lado se permita a las empresas conocer la identidad de sus accionistas, para que por el otro lado se les imponga el deber de facilitar mejor información sobre su gobierno corporativo tanto a sus inversores como a la sociedad en general. La Directiva va a reflejar estos puntos en su totalidad;

- En primer lugar, fijando el derecho de las sociedades cotizadas a identificar a sus accionistas. Para que las cadenas de intermediarios no dificulten el ejercicio de este derecho, la Directiva les impone una serie de obligaciones de información, que podrán ser exceptuadas por los Estados Miembros únicamente para la identificación de accionistas que posean un porcentaje menor del 0,5% de **acciones o derechos de voto**.
- Además, la información facilitada por los intermediarios ha de ser suficiente para que pueda establecerse la comunicación entre los accionistas y la sociedad, y ha de servir para establecer un canal de comunicación que haga llegar a los accionistas información suficiente para que puedan ejercer sus derechos y participar y votar en la junta, tanto por si mismos como a través de intermediarios.
- Es llamativo el hecho de **que no se defina el concepto de accionista**⁶, cuando todo el primer bloque de medidas gira en torno a él. El legislador europeo deja libertad a los Estados Miembros al establecer que *“la presente Directiva se entiende sin perjuicio del Derecho nacional que regula la tenencia y la titularidad de valores ni de los dispositivos para el mantenimiento de la integridad de los*

⁶ García Roldán, M. “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”, *Actualidad Jurídica de Uría Menéndez*, 2018, p. 167. (Disponible en https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5815/documento/foro_por_03.pdf?id=7891)

*valores y no afecta a los beneficiarios finales ni a otras personas que no sean accionistas en virtud del Derecho nacional aplicable*⁷. Aunque por la redacción y contexto de la Directiva se sobreentiende que se está hablando de accionista como beneficiario final de las acciones, al dejarse libertad a los Estados Miembros cabría que éstos reconocieran como accionista incluso a una entidad interpuesta. El hecho de que la Directiva no profundice en el concepto de accionista no solo hace que los objetivos perseguidas por la misma puedan verse parcialmente incumplidos, sino que podrá generar grandes diferencias según la transposición que se haga en los Estados Miembros, lo que en la práctica podrá dificultar aún más las inversiones transfronterizas.⁸

La segunda línea de actuación consiste en involucrar a los accionistas, de forma que se les ofrezcan posibilidades de supervisar las políticas de remuneración con el Consejo y las operaciones llevadas a cabo con partes vinculadas. Se explica también la necesidad de regular con más profundidad las obligaciones de los inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto. En muchas ocasiones estos organismos no han llegado a implicarse lo suficiente en la marcha de las empresas, centrando sus prioridades en la rentabilidad a corto plazo de los activos que componían sus carteras, en lugar de hacer un seguimiento de la evolución económica de los mismos y una investigación acerca de las políticas sociales, medioambientales y económicas que estaban llevando a cabo las empresas emisoras de estos activos⁹. La falta de interés en la actividad de los gobiernos corporativos es a la vez una falta de supervisión de estos, que se ha traducido a lo largo de estos años en ineficiencias de gestión y rentabilidad a largo plazo. En la Directiva estas líneas se plasman en los siguientes puntos;

- En primer lugar, se introduce una política de implicación que, aunque se basa nuevamente en el principio de cumplir o explicar, hará que los inversores institucionales y los gestores de activos desarrollen y pongan en conocimiento del público una serie de políticas que fomenten la integración de sus inversores en la vida de la sociedad, además de obligarles a publicar el grado de cumplimiento de estas y el sentido de sus votos en las juntas generales. Esto se une a la obligación que se les impone a asesores de voto de publicar el código de conducta que siguen,

⁷ Directiva 2017/828

⁸ García Roldán, M. Op. cit p.168.

⁹ Herrero Morant, R. Op.cit p.4.

así como información relativa a la forma de preparar sus investigaciones y asesoramientos para recomendar el voto.

- El siguiente elemento consiste en conseguir que la política de remuneración de los administradores se vincule a la sostenibilidad a largo plazo de la empresa, de forma que las sociedades elaborarán un informe sobre la retribución de su órgano de administración, que será votado en junta (aunque esta votación no tendrá carácter vinculante). Esta disposición apenas conllevará modificaciones para nuestro régimen societario, ya que la reforma de la Ley de Sociedades de Capital de 2014 ya introdujo el grueso de esta medida¹⁰.
- A continuación, se introducen medidas para aumentar la transparencia y reforzar la información que se ha de dar en relación con la aprobación de las operaciones con partes vinculadas. Debido al conflicto de intereses que suelen conllevar¹¹, es necesario que se introduzca un sistema de comunicación anticipada o simultánea de las mismas, y se da la opción a los Estados Miembros de introducir además una votación en junta para poder aprobar las operaciones con partes vinculadas. El legislador europeo se guía aquí por los principios de transparencia (publicidad de las operaciones), ponderación (a través de la intervención de expertos independientes se evalúa la operación para determinar si se hace en perjuicio de la sociedad o del resto de accionistas) e imparcialidad (estableciendo garantías para la parte vinculada y la forma de tomar las decisiones acerca de la operación en cuestión). Se trata de una de las disposiciones más relevantes en la Directiva, que se centra en un problema patente en las cotizadas, de forma que se regula finalmente esta materia donde conflúan tanto la perspectiva contable-financiera como la del Derecho de Sociedades y la del Mercado de Valores¹².

Por último, la Comunicación considera necesario apoyar el crecimiento y competitividad de las empresas, de forma que se simplifiquen las operaciones transfronterizas de las empresas europeas, especialmente aquellas llevadas a cabo por PYMES.

Con este conjunto de medidas se evidencia que la mayor preocupación y sobre todo la finalidad perseguida por el legislador europeo no gira en torno a la protección y refuerzo

¹⁰ García Roldán, M. Op. cit p.167.

¹¹ Las operaciones con partes vinculadas pueden causar un perjuicio tanto a la sociedad como a sus accionistas debido a la apropiación de valor correspondiente a la sociedad por parte de la parte vinculada.

¹² León Sanz, F-J. “Las operaciones con partes vinculadas en las sociedades anónimas cotizadas”, *Almacén de Derecho*, 2017.(Disponible en: <https://almacendederecho.org/las-operaciones-partes-vinculadas-las-sociedades-anonimas-cotizadas-segun-la-directiva-200736ce/>)

de los derechos de los accionistas, sino que realmente se proyecta en fomentar la implicación de estos, consiguiendo abandonar el cortoplacismo gracias a la participación de todos los accionistas. Nuestro legislador ha entendido esta finalidad, pero habrá que analizar de forma crítica si la innovación con la que ha querido transponer estas ideas y disposiciones a nuestro ordenamiento será todo lo efectiva que parece en el papel.

A pesar de que la Directiva no aborda como tal la alteración del principio de proporcionalidad en la distribución del voto de los accionistas, sí que trata un conjunto de dificultades relacionadas con el Gobierno Corporativo a las que el legislador español ha considerado poder dar respuesta en parte con las acciones de lealtad.

Ambos Directiva y Anteproyecto se centran en el problema de la pasividad de los accionistas minoritarios, sin tener en cuenta que esta pasividad es racional, premeditada, ya que los accionistas minoritarios en su gran mayoría no van a involucrarse en una sociedad que no van a poder gestionar en ningún momento. Se pierde, a pesar de ser con buenas intenciones, la noción de lo que es un accionista minoritario; aquél que suele estar diversificado y por tanto nunca va a tener poder de decisión en ninguna de las compañías de su cartera (ni lo desea). Aunque lo deseara, en nuestro país la mayoría de las compañías ya tienen un accionista mayoritario o grupo de control, por lo que para poder tener cierta influencia tendrían que coordinarse con otros accionistas. Los costes a los que se enfrentaría en términos de información, coordinación y asesoramiento entre otros acabarían siendo tan elevados que la consecuencia acabaría siendo el deshacer sus posiciones.¹³

1.3 Anteproyecto de ley de 24 de mayo de 2019

El objeto del Anteproyecto de Ley de 24 de mayo de 2019 era la transposición de la Directiva 2017/828 ya comentada; sin embargo, el legislador español se aparta de su proceder habitual y propone una serie de modificaciones adicionales a la Ley de Sociedades de Capital y a la Ley del Mercado de Valores que no traen causa de la transposición, como es la introducción de las acciones de lealtad, la prohibición de

¹³ Gurrea Martínez, A., “Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas”, *Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas*, volumen 4/2019, 2019, p.4. (Disponible en SSRN: <https://www.ssrn.com/abstract=3400708>)

consejeros personas jurídicas en las sociedades cotizadas y la eliminación de la obligatoriedad del informe financiero trimestral.¹⁴

Este Anteproyecto empezó su tramitación el 3 de marzo de 2020 por el Consejo de Ministros, pero se prevé que varias de las disposiciones no empiecen a funcionar hasta 2022, entre ellas las relativas a las acciones de lealtad. Para la identificación de aspectos clave dentro del Anteproyecto analizaré en primer lugar principales medidas obligadas por el legislador europeo y en segundo lugar las medidas que no están previstas por la Directiva;

Modificaciones previstas por la Directiva 2017/828¹⁵:

1. Operaciones con partes vinculadas: se introduce de un nuevo Capítulo en la LSC, el Capítulo VII bis, que incorpora los arts. 529 unvicies (publicidad de las operaciones), art. 529 duovicies (aprobación de estas operaciones) a 529 tervicies (excepciones). Se hace una remisión a las Normas Internacionales de Contabilidad para la definición de operaciones con partes vinculadas y se establece que las sociedades “a más tardar en el momento de su celebración” han de anunciar de forma pública aquellas operaciones vinculadas realizadas por la sociedad cotizada o sociedades de su grupo que superen los siguientes umbrales; (i) el 5% del valor del Patrimonio Neto que aparezca en el último balance ya sea individual o consolidado o (ii) el 2,5% de la cifra anual de negocios de la Cuenta de Resultados individual o consolidada de la cotizada, debiendo emitirse en ambos casos un informe de experto independiente evaluando la operación. Se mantienen determinadas excepciones a la aplicación de este régimen salvo que se establezca lo contrario en los estatutos; operaciones realizadas a precios generales o en condiciones estándar o aquellas cuyo valor no exceda del 1 por mil de los ingresos anuales de la cotizada, y se introducen otras nuevas como las operaciones intragrupo dentro de la gestión ordinaria y dentro de las condiciones normales del mercado, las operaciones entre matriz y filiales íntegramente participadas o las modificaciones estructurales reguladas por la Ley de Modificaciones Estructurales.

2. Remuneración de los administradores; se modifica la LSC (art 541, 529 novodecies y 538) primero obligando a detallar con más profundidad el informe anual de remuneraciones y a incluirlo en el informe de gestión y, además, permitiendo una serie

¹⁴ Palá Laguna, R. Op. cit. pp. 2,3.

¹⁵ Palá Laguna, R. Op. cit. pp 3-7.

de excepciones en las sociedades cotizadas relativas a la política de remuneraciones, que únicamente se consideran justificadas para servir a la sostenibilidad e intereses a largo plazo de la sociedad, así como para asegurar su viabilidad.

3. Introducción de un nuevo régimen de asesores de voto, aplicable únicamente a aquellos asesores que, o bien tengan su establecimiento principal en España, o cuenten con un establecimiento en España en el caso de no estar domiciliados ni tener su establecimiento principal en un Estado Miembro. Se introduce para ello un capítulo nuevo en la Ley de Mercado de Valores (artículos 137 bis a 137 quinquies, capítulo X título IV) donde se define al “proxy advisor”¹⁶ para después imponerle obligaciones encaminadas a aumentar la transparencia de sus actuaciones (tales como la publicación del código de conducta que sigan), que en caso de incumplimiento se considerarán infracción administrativa.

4. Introducción del derecho de las sociedades cotizadas a conocer la identidad de sus accionistas, incluyendo la de los beneficiarios últimos (artículo 497 y nuevo 497 bis LSC), de esta forma se reconoce el derecho de las cotizadas a solicitar a las entidades intermediarias esta información, desarrollándose mecanismos de transmisión a utilizar por custodios o intermediarios legitimados (520 bis y ter LSC). A su vez estarán obligadas las entidades intermediarias legitimadas como accionistas a facilitar “*el ejercicio de los derechos inherentes a las acciones por parte de los beneficiarios últimos cuyas acciones custodien o gestionen, incluido el derecho a participar y a votar en las juntas generales, y ejercerán los derechos derivados de las acciones según la autorización y las instrucciones expresas del beneficiario último y en su beneficio*” art.523 bis LSC).

5. Aumento de la transparencia en la actuación de agentes del mercado de capitales; se modifican la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (art.47 ter y quater) y la Ley de Entidades de Capital Riesgo (art.67 ter y quater) obligando a las sociedades en estas leyes reguladas a elaborar y posteriormente publicar una política describiendo la forma en que integran la implicación de sus accionistas en su política de inversión, además de describir anualmente cómo se ha aplicado esta política.

Modificaciones no obligadas por la transposición de la Directiva¹⁷;

¹⁶Aquella persona jurídica que analiza con carácter profesional y comercial la información que las sociedades cotizadas están legalmente obligadas a publicar y, en su caso, otro tipo de información, para asesorar a los inversores en el ejercicio de sus derechos de voto mediante análisis, asesoramiento o recomendaciones de voto.

¹⁷ Palá Laguna, R. Op. cit. p.2.

1.El consejo de administración de las sociedades cotizadas únicamente estará compuesto por personas físicas (nuevo artículo 529bis LSC); acorde a la disposición transitoria primera del Anteproyecto, esta reforma sólo se aplicará a los nombramientos o renovaciones a partir del 1 de enero de 2020¹⁸, y estaría justificado por motivos de transparencia y mejora del gobierno corporativo de estas compañías.

2.Se suprime la obligación de elaborar y publicar el informe financiero trimestral para las sociedades cotizadas en los mercados regulados españoles (derogación del artículo 120 LMV); se trata de una disposición que busca una mayor armonización con la regulación de la mayoría de países de la Unión Europea, buscando reducir las presiones cortoplacistas que recaen sobre las empresas.

3.Se introducen las acciones de lealtad en la Ley de Sociedades de Capital (nueva subsección en el título XIV, capítulo VI sección 3ª, artículos 527 ter a 527 octies. Dada la importancia de esta modificación, y el hecho de que es el centro de estudio de este trabajo, considero que es necesario dedicarle un análisis exhaustivo que vaya más allá de las disposiciones añadidas a la LSC;

1.4 Acciones de lealtad (arts 527 ter a 527 octies LSC)

Mediante la introducción de seis artículos nuevos en la LSC nuestro legislador permite por primera vez las acciones de lealtad o *loyalty shares* en nuestro derecho de sociedades. Clasificaré las disposiciones en base a la materia sobre la que versan, explicándolas detalladamente a fin de identificar la problemática que pueden causar y las carencias del Anteproyecto en relación con las acciones de lealtad.

1.4.1 Introducción de las acciones de lealtad: Concepto y mayorías para su aprobación

La primera introducción a las acciones de lealtad la tenemos en el artículo 527 ter. Atribución de voto adicional por lealtad, que dicta “1. Como excepción a lo previsto en los artículos 96.2 y 188.2, los estatutos de la sociedad anónima cotizada podrán modificar la proporción entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto para

¹⁸ El Anteproyecto está actualmente en tramitación, por lo que no ha empezado a aplicarse.

conferir un voto adicional a cada acción de la que haya sido titular un mismo accionista durante dos años consecutivos ininterrumpidos.

2. Los estatutos podrán ampliar pero no disminuir el periodo mínimo de titularidad ininterrumpida previsto en el apartado anterior.”

Así, de forma potestativa, las sociedades cotizadas podrán conferir votos adicionales a los accionistas que hayan permanecido durante un período mínimo de dos años en la compañía.

El primer problema que identificamos en esta disposición es la ausencia de una definición de accionista. Como se comentaba supra, la Directiva 2017/828 tampoco daba una definición de lo que debía considerarse como accionista, y aunque del texto se interpretaba que se trataba del beneficiario último, en el caso del Anteproyecto considero que no es tan evidente. Al prever en otra de sus disposiciones que las sociedades deben poder conocer quiénes son sus accionistas “incluyendo los beneficiarios últimos” (497 y nuevo 497bis LSC), y ahora hablar únicamente de accionistas podemos interpretar que accionista será, en ocasiones, el intermediario¹⁹. El planteamiento es el siguiente; en el sistema de doble escalón español, quien está inscrito en el registro de anotaciones²⁰ en cuenta de Iberclear es, en muchas ocasiones el intermediario (al margen del segundo escalón donde cada entidad tiene el registro de los beneficiarios últimos)²¹. Por tanto, puede darse una situación en que el intermediario lleve siendo titular de las acciones un tiempo superior a dos años, mientras que el beneficiario último lleve siéndolo durante un tiempo inferior (como podría ser si hubiera habido traspasos entre clientes del intermediario que en la práctica no afecten a la posición global de este último). Así, en

¹⁹ Emisores Españoles, “Alegaciones de Emisores Españoles al Anteproyecto de ley por la que se modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”), 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”, 2019, p.5. (Disponible en: <https://www.emisoresespanoles.es/documentos/informes-nacional-31.pdf>)

²⁰ Palá Laguna, R., “Cuestiones a propósito del sistema de la fecha de registro (artículo 179.3 LSC) y la legitimación del accionista en la junta general”, *Publicaciones GA_P*, 2019, p.2. (Disponible en: <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2019/09/Cuestiones-a-prop%C3%B3sito-del-sistema-de-la-fecha-de-registro.pdf>)

²¹ Informe conjunto Comisión Nacional del Mercado de Valores-Banco de España, “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones”, (2007). (Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/SPA/sispago/ficheros/es/Informe_conjunto_CNVM_BdE.pdf)

esta situación al beneficiario último se le podrían asignar acciones de lealtad, lo que iría sin duda en contra del espíritu de la ley²².

Otro conflicto estrechamente relacionado con la ausencia de definición de accionista y la legitimidad para obtener estas acciones de lealtad sería en el caso de los ADRs (*American Depositary Receipts*)²³. Cuando una compañía extranjera (en este caso española) quiere cotizar en los mercados estadounidenses suelen acudir a estos intermediarios para ello. El funcionamiento, a rasgos generales sería el siguiente; el banco americano ejerce de bróker, suscribiendo un paquete de acciones de la empresa española (que generalmente lleva a cabo una ampliación de capital), y a su vez emite ADRs, cuyo precio depende de las oscilaciones de la acción española (la acción española actúa como un subyacente de los ADRs emitidos por la entidad americana). Este banco colocador los distribuye entre los inversores estadounidenses, de forma que incluso se les paga los dividendos en dólares. El problema estaría en el hecho de que quien está inscrito como titular de las acciones de la empresa española es el banco americano que ha emitido los ADRs, a pesar de que quien puede ejercitar el voto en la junta general es el titular del ADR (el inversor último americano). Así, transcurridos dos años podrían otorgarse acciones de lealtad al banco americano, y serían los titulares de los ADRs quienes ejercerían esos votos en la Junta General, independientemente de que los hubieran mantenido dos años o los hubieran adquirido recientemente.

Volviendo a la perspectiva general, es cierto que el artículo 527 ter, en combinación con el derecho de las sociedades a conocer quiénes son sus beneficiarios últimos, podría llevar a que por vía estatutaria las sociedades que introdujeran las acciones de lealtad decidieran especificar y definir ellas a quién consideran accionista. Sin embargo, aun suponiendo que se pudiera atribuir dicha libertad a cada sociedad, también supondría un riesgo el dar una definición aplicable sólo para el caso de acciones de lealtad y pretender que esta definición no se extrapolara a otros artículos de los estatutos.

Es decir, si por ejemplo la sociedad fijara que el accionista es el beneficiario último podría exigírsele que fuera consistente con esta definición en el resto de ámbitos societarios, lo que tampoco parece buena solución. Así, sería necesario que nuestro legislador

²² Emisores Españoles. Op.cit.p. 5.

²³ Corporate Finance Institute, “American Depositary Receipts (ADR), Negotiable security instruments representing shares in a foreign company”. (Disponible en: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/american-depository-receipts/>)

especificara qué sucede ante este tipo de situaciones, para evitar que las sociedades puedan ampliar la legitimidad a todo un universo desconocido de personas.

Por otro lado, las acciones de lealtad, a pesar de no considerarse una modificación estructural van a requerir unas mayorías más que reforzadas, que encontramos en el artículo 527 quáter; *“Mayorías necesarias para su aprobación. 1. Para que la junta general pueda acordar válidamente la inclusión de la previsión estatutaria de voto adicional por lealtad será necesario el voto favorable de al menos dos tercios del capital presente o representado en la junta si asisten accionistas que representen el cincuenta por ciento o más del capital total suscrito con derecho a voto y el voto favorable del ochenta por ciento del capital presente o representado si concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital, lo que será en todo caso necesario, sin alcanzar el cincuenta por ciento.*

2. Los estatutos sociales podrán elevar las mayorías y quórumos previstos en el apartado anterior.”. Este artículo entremezcla los conceptos de mayoría y quórumos, que de forma clara serían los siguientes;

- En la primera votación el quórum necesario es de la mitad del capital, y el voto favorable necesario es de al menos 2/3 de los asistentes a la reunión (presentes o representados)
- En segunda votación el quórum necesario es del 25% del capital, y el voto favorable de al menos 80% de los asistentes a la junta (presentes o representados).

En ambos casos podrán aumentarse las mayorías y quórumos por vía estatutaria. Estos quórumos coinciden con los previstos en el artículo 194 LSC, que son los quórumos reforzados para casos especiales, como es la modificación de estatutos. Por el contrario, las mayorías requeridas para introducir las acciones de lealtad no coinciden totalmente con las mayorías previstas en el artículo 201 LSC para la adopción de los acuerdos del artículo 194. Mientras que en este artículo se exige mayoría absoluta cuando está presente o representado al menos la mitad del capital social y 2/3 cuando el quórum es superior al 25% pero no llega a la mitad, en el caso de las acciones de lealtad se requiere en ambos casos un número mayor de votos favorables. En lugar de aumentar los requisitos de asistencia se refuerzan las mayorías, lo que podría entenderse como un intento de proteger

a los minoritarios²⁴. Sin embargo, en la práctica, las sociedades anónimas sí que suelen alcanzar el quórum del 25% en segunda convocatoria y una vez alcanzado no es tan difícil conseguir la mayoría prevista. Por tanto, si la intención detrás de esta modificación era proteger a los minoritarios una mejor opción hubiera sido aumentar los quórums, sobre todo teniendo en mente aquellas sociedades de capital disperso, aunque también es cierto que se da margen para ampliar ambos por vía estatutaria.

1.4.2 Acreditación del período de lealtad y cómputo de los votos adicionales

Una vez definidas las acciones de lealtad, y la vía para introducirse en las cotizadas, el Anteproyecto establece una serie de cuestiones también muy relevantes y de carácter práctico, como son el cálculo del periodo de lealtad y su acreditación y el cómputo de estos votos adicionales en la toma de decisiones en la sociedad, así como a efectos de tener que comunicar las participaciones significativas o sobrepasar el umbral de opa obligatorio (punto que, por ser tan extenso trataré en el epígrafe tres en profundidad).

En primer lugar, respecto a la acreditación del período de lealtad, el artículo 527 septies establece lo siguiente; “*Acreditación del periodo de lealtad.*”

El voto de lealtad y su ejercicio quedarán sujetos a la acreditación ante la sociedad del periodo de titularidad ininterrumpida al que se refiere el artículo 502 bis anterior y a su constancia en un registro complementario conforme a lo que prevean los estatutos sociales. La sociedad deberá facilitar sin demora la información que conste en este registro a cualquier accionista que lo solicite.”

Es decir, el accionista ha de acreditar la titularidad interrumpida para conservar el voto de lealtad y ha de constar en un registro complementario (y accesible a cualquier accionista) según lo que prevean los estatutos.

Este registro adicional puede considerarse innecesario, ya que a través del sistema de anotaciones en cuenta seguramente sea la entidad encargada de ese registro la que

²⁴ García Valdecasas, J-A., “Sobre las futuras acciones de lealtad en la legislación española: críticas a su posible introducción” *Notarios y Registradores*, 16 de septiembre de 2019. (Disponible en: <https://www.notariosyregistradores.com/web/secciones/oficina-mercantil/estudios-o-m/acciones-de-lealtad-critica-a-su-posible-introduccion-en-espana/>)

contabilice quién es titular de acciones de lealtad. Sin embargo, también puede existir una parte positiva del mismo; en la práctica va a ser una forma sencilla mediante la cual la sociedad pueda conocer quiénes son sus beneficiarios últimos y remitirles comunicaciones de forma más rápida²⁵. Además, el órgano de administración y en general cualquier accionista va a tener una idea general de las distribuciones futuras de voto, ya que se podrá identificar a los accionistas que tengan vocación de permanencia en la compañía. Las acciones de lealtad por sí mismas ya son un mecanismo con mayor transparencia que las estructuras piramidales con sus números escalones societarios, y este registro es una forma muy clara de conocer detalladamente quiénes son los verdaderos accionistas, algo que antes no era posible sin el acceso a este tipo de datos.

Este voto adicional por lealtad no sólo computará a efectos de quórum y mayorías en la Junta (salvo disposición contraria en los estatutos), sino también a efectos de alcanzar el umbral de opa obligatoria o de tener que comunicar a la CNMV la participación significativa, tal y como dicta el artículo 527 quinquies; “*Cómputo del voto adicional por lealtad.*”

1. Salvo disposición estatutaria en contrario, los votos adicionales por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de determinar el quórum de las juntas de accionistas y del cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos.

2. En todo caso, los votos adicionales por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas prevista en el artículo 540 y de la obligación de formular una oferta pública de adquisición de valores prevista en la Ley del Mercado de Valores.”

Este artículo da para plantear numerosas cuestiones; en primer lugar el hecho de que no sólo se está atribuyendo un voto adicional según esta disposición, sino que además se atribuye también una “participación extra” en relación a la consecución de los quórums de asistencia a la junta para adoptar acuerdos, por lo que se perjudica “doblemente” a aquellos accionistas que no son titulares de acciones de lealtad, y puede generar el efecto

²⁵ Lennarts & Koppert-van Breek, [*non vidi*, citado por Mosca,C., “Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge edge Between Tenured Voting and Takeover Law”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, vol.8, n.2, 2019, p.259. (Disponible en: <https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1085&context=mbelr>)]

contrario al deseado; un mayor desapego de los minoritarios conscientes de su influencia casi nula en las votaciones de la junta.²⁶

En este sentido, cabe mencionar los casos de Francia e Italia, donde ambos gobiernos han utilizado las acciones de lealtad como instrumento para facilitar la privatización de antiguas compañías públicas reteniendo el control de las mismas. Con una participación en el capital social inferior a la que se hubiera requerido sin las *loyalty shares* han consolidado su posición como socios de control.²⁷ Así, la prohibición de las acciones de oro “Golden shares” en la UE es en parte sustituida por un sistema no discriminatorio y que en la práctica consigue un efecto muy similar en según qué casos.

Por otro lado, considero que tiene sentido el hecho de que estos votos adicionales computen a efectos de comunicar a la CNMV la tenencia de una participación significativa, por el hecho de que con un umbral relativamente inferior de capital se tiene una influencia considerable en la sociedad si se tienen además derechos de voto adicionales. Sin embargo, quizás nuestro legislador tendría que haber seguido un criterio algo más flexible, como hizo el legislador italiano introduciendo junto a las acciones de lealtad la dispensa del deber de notificación de adquisición de participaciones por debajo del 5% de sociedades cotizadas “pequeñas o medianas”²⁸.

1.4.3 Pérdida del voto adicional por lealtad

En principio, el voto adicional por lealtad iría asociado a un requisito temporal y subjetivo; a la tenencia (de las acciones) ininterrumpida por el accionista durante un período mínimo de dos años, y por tanto su transmisión se traduciría en la pérdida de las acciones de lealtad. Sin embargo, esto se exceptúa en una serie de casos previstos en el artículo 527 octies; “*Transmisiones de las acciones por el accionista privilegiado*.”

²⁶ García Valdecasas, J-A., Op. cit.

²⁷ Ventoruzzo, M. “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”. *Bocconi Legal Studies Research Paper* n. 2574236; *Penn State Law Research Paper* n. 3-2015; ECGI - *Law Working Paper* n. 288/2015, 2015,p.3. (Disponible en SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2574236)

²⁸ Mosca, C., “Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge edge Between Tenured Voting and Takeover Law”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, vol.8, n.2, 2019, p.253. (Disponible en: <https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1085&context=mbelr>)

1. El privilegio del voto adicional por lealtad se extinguirá como consecuencia de la transmisión por el socio privilegiado de la acción a la que está asociada dicho privilegio, incluso a título gratuito, y desde la fecha de la transmisión.

2. No obstante y salvo disposición estatutaria en contrario, el privilegio del voto adicional por lealtad beneficiará también al adquirente de la acción a la que está asociada dicho privilegio si la transmisión de las acciones se produce por cualquiera de las siguientes causas:

a) Sucesión mortis causa, atribución de acciones al cónyuge en caso de disolución y liquidación de la sociedad de gananciales o donación entre cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o entre ascendientes y descendientes.

b) Cualquier modificación estructural de la sociedad de las previstas en la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. 3. El voto adicional por lealtad beneficiará automáticamente a las acciones asignadas gratuitamente con ocasión de ampliaciones de capital en relación con acciones con voto de lealtad que ya se posean.”

Es lógico que el voto de lealtad se pierda en caso de transmisión, puesto que la finalidad del mismo es la permanencia de los accionistas dentro de la sociedad y en consecuencia su involucración en la vida societaria, pero es llamativa la falta de desarrollo en los supuestos. Se enumera un listado sin dejar claro si se trata de una lista números clausus o si se pueden incluir supuestos equivalentes tales como la adquisición de las acciones por disolución de una sociedad o adquisiciones fruto de reorganizaciones dentro de un grupo.

Además, tampoco queda esclarecido cómo será el mantenimiento de dichas acciones en el caso de una modificación estructural; así como en Francia se da un cierto margen a las sociedades para disponer lo contrario por vía estatutaria²⁹, en nuestro ordenamiento el legislador está estableciendo la atribución de las acciones de lealtad en este escenario como algo automático, haciendo que surjan dudas respecto a la forma de llevar a cabo las ecuaciones de canje, y omitiendo una cuestión muy relevante, ya que no se exige que la sociedad beneficiaria de la transmisión de estas acciones tenga que seguir bajo el control de la sociedad transmitente.

²⁹ Ventruruzzo, M. Op.cit.p. 8.

Con relación a este tema, parece necesario introducir también algún tipo de control o medida anti-fraude a fin de evitar que se lleven a cabo modificaciones estructurales con el único fin de transmitir estos votos de lealtad.³⁰ En este sentido es cierto que tenemos previsiones generales para evitar el fraude de ley, pero de difícil probatoria en estos casos.

1.4.4 Eliminación del voto adicional de lealtad

La eliminación de las acciones de lealtad se regula en el artículo 527 sexies: *“Eliminación de la previsión estatutaria de voto adicional por lealtad. La eliminación de la previsión estatutaria de voto adicional por lealtad podrá acordarse en cualquier momento por la junta general con los quórum y mayorías previstos en el artículo 201.2. En el caso de que hubieran transcurrido más de diez años desde la fecha de su adopción o aprobación, no se tendrán en cuenta en el cómputo los derechos de voto adicionales por lealtad existentes.”* Así, se establecen unas mayorías inferiores a las previstas para su introducción en estatutos, y además estos votos adicionales computan a efectos de decidir sobre su eliminación o no (salvo que hayan transcurrido más de 10 años desde que se introdujeron en los estatutos).

El legislador, al establecer que transcurridos 10 años desde la aprobación de las acciones de lealtad en estatutos estas no van a computar en la votación para su supresión, lo que hace es poner un límite temporal a partir del cual se podrá votar en igualdad de condiciones; ya que de no hacerlo sería prácticamente imposible eliminarlas³¹. Se generarán desigualdades, ya que habrá socios que llegada esa fecha hayan sido titulares de acciones de lealtad durante esos 10 años y otros que acaben de adquirirlas, pero también se generarían desigualdades si en el momento de votar la supresión hubiera algunos socios cuyas acciones de lealtad no computaran y otros para los que sí.

Además, considero que en la práctica esta disposición podría generar problemas; pongamos una sociedad donde se ha consolidado un socio minoritario en la posición de control y está llevando a cabo una serie de políticas enfocadas al largo plazo. Si se suprimen las acciones de lealtad y este socio deja de ser el *controlling shareholder* podrían generarse muchas ineficiencias y el cambio de control repentino podría suponer un perjuicio grave, pongamos en el caso de grandes tecnológicas como Google o

³⁰ Ventrizzo, M. Op.cit.p 15.

³¹ García Valdecasas, J-A., Op. cit.

Facebook donde se removiera al socio fundador del control de la sociedad al eliminar las acciones de lealtad.

Sin embargo, es cierto que, si este mismo socio está llevando a cabo una mala gestión, la supresión de las acciones de lealtad es una forma de removerle de la posición de control, aunque creo que en cualquier caso el socio siempre tiene un incentivo económico (aunque menor en este caso) que hará que la gestión sea mínimamente eficiente. Cabe mencionar en este sentido la reciente petición del CII (Council of Institutional Investors)³² al NYSE y al Nasdaq, mediante la cual les solicitaba que se impusiera como condición para sacar a bolsa a aquellas empresas con estructura accionarial doble (incluyendo como tal las *loyalty shares*) el establecer una cláusula de extinción obligatoria (*sunset clause*) que igualara todos los derechos de voto transcurridos siete años.³³

1.4.5 Otras carencias del Anteproyecto en relación con las acciones de lealtad

La última carencia que se aprecia es la falta de regulación de aquellos aspectos transitorios que podrían surgir en caso de que se aprobara la introducción de las acciones de lealtad en los estatutos de la sociedad de que se trate. Es necesario aclarar qué sucede con los accionistas que lleven más de dos años en la compañía en el momento de su aprobación, y si esto va a suponer que automáticamente se les conceda este derecho, o si por el contrario se “igualar el terreno de juego” y la cuenta de los dos años empieza desde la aprobación por la junta general.³⁴ Otra opción no explorada por la doctrina es que el periodo de dos años empezara desde la inscripción en el registro complementario; es decir, después de la aprobación de introducir las acciones en la sociedad, el accionista se inscribiera en este registro y a partir de ahí empezara a computar el periodo.

De la misma forma cabe plantearse si un accionista puede darse de baja del registro como suerte de “renuncia” a las acciones de lealtad o si la inscripción es obligatoria independientemente de los planes del accionista en cuestión de permanencia o no en la

³² Council of Institutional Investors., “Dual-Class Stock”, 2020. (Disponible en: https://www.cii.org/dualclass_stock)

³³ Mosca, C. Op. cit. p.259.

³⁴ García Valdecasas, J-A., Op. cit.

compañía. Cabría también la posibilidad de que el voto adicional por lealtad se tratara de un voto rogado, evitando así toda la problemática relacionada con la adquisición de votos adicionales de forma automática.

Como se ha expuesto, las acciones de lealtad implican una reforma sustancial en el derecho de sociedades, y además de los temas expuestos suscitados a raíz de la redacción de los artículos del Anteproyecto, surgen otra serie de temas que será necesario tratar. En primer lugar, en relación a la naturaleza de las acciones de lealtad, explicaré en abstracto lo que supone el principio de proporcionalidad dentro del derecho de sociedades y los beneficios de su adopción o de su quiebra, para entender las motivaciones del legislador español a la hora de regular las *loyalty shares*. A continuación, trataré todos los posibles problemas que pueden generarse en relación a los cambios de control a través de una oferta pública de adquisición.

2.EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD

2.1 Principio de proporcionalidad en abstracto

El principio de proporcionalidad implica que todos los accionistas van a tener la misma proporción entre derechos políticos y derechos económicos (proporcionalidad entre propiedad y control). La llamada “democracia de los accionistas”³⁵ implica una serie de ventajas y de inconvenientes, cuyo análisis está estrechamente relacionado con el de las acciones de lealtad.

Es cierto que no existen evidencias de la creación de valor o destrucción del mismo por causa de la alteración o no del principio de proporcionalidad en el seno del gobierno de las sociedades. Ni los estudios promovidos por organismos oficiales tales como la Unión

³⁵OECD., “Lack of Proportionality between Ownership and Control: Overview and issues for discussion.”,2007. (Disponible en: <https://www.oecd.org/daf/ca/40038351.pdf>)

Europea, ni aquellos estudios particulares muestran evidencias concluyentes acerca de la creación o no de valor por la implementación de esta regla³⁶.

Dentro del contrato de sociedad, que es el contrato incompleto por excelencia, se hace necesario elegir en cada caso la forma en que va a distribuirse el poder, que en unas ocasiones se guiará por el principio de equidad y en otras se esa regla a fin de buscar una mayor eficiencia. La ausencia de respuesta cierta en absolutamente todas las sociedades acerca de la idoneidad del principio de la proporcionalidad hace que la doctrina se haya volcado en el análisis de los pros y contras de este, lo que es relevante según el contexto del ordenamiento jurídico en que se va a situar y teniendo en cuenta la distribución de capital dentro de la sociedad de que se trate.

En primer lugar, se defiende que la mejor forma de alinear intereses dentro de una compañía y evitar ineficiencias es estableciendo un paralelismo entre derechos económicos y derechos de voto, ya que una desviación del principio de una acción un voto (“OSOV” One Share One Vote) genera costes de agencia elevados³⁷. Se sostiene que los accionistas que poseen derechos de voto desproporcionados (por exceso o por defecto) no tomarán decisiones óptimas para la empresa, ya que sus incentivos se verán distorsionados. De forma simplificada; un accionista tendrá menor aversión al riesgo si sus derechos de voto son mayores que sus derechos económicos y viceversa.

Sin embargo, esta afirmación no sólo se refiere a decisiones económicas, sino al eslabón anterior en la cadena, que es el órgano de administración de la sociedad. Una estructura de propiedad que no se rija por el principio de proporcionalidad supone un obstáculo en las adquisiciones o cambios de control de las empresas, y por tanto fomentan el atrincheramiento de los administradores en su posición frente a los accionistas, especialmente si esta gestión está apoyada por aquellos accionistas titulares de derechos de voto adicionales. Así, sin una previsión específica que rompa esta desproporción en caso de una oferta pública de adquisición, será prácticamente imposible que ésta prospere sin el voto afirmativo de los accionistas de control. Independientemente de esto, el mero hecho de que existan mecanismos que alteren la proporción OSOV implica que pueda

³⁶ Bukart y Lee (2008, pp. 1-49), Adams y Ferreira (2008, pp. 51 y ss.) [*non vidi*, citado por Sáez Lacave, I., “Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto”, *InDret*, 2011, pp.4,23. (Disponible en: https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/804_es.pdf)]

³⁷ Easterbrook, F. y Fischel, D., “Sociedades Anónimas cerradas y costos de agencia”, *Themis-Revista de Derecho*, volumen 59, 2011, p. 49. (Disponible en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9094>)

aumentar la discreción en la dirección de la sociedad y desalentar posibles adquisiciones que fueran a incrementar el valor de la compañía.

En definitiva, el riesgo que conlleva una sobrerrepresentación de la minoría puede verse reflejado no sólo en una gestión ineficiente de la vida societaria, sino también en un órgano de control blindado a posibles cambios de control, lo que en la práctica resulta hasta más peligroso para los accionistas.

Por otro lado, también existen teóricos³⁸ que defienden que al alterar la proporción entre una acción-un voto se concentra el poder en manos de aquellos accionistas que realmente tienen un interés en involucrarse en la vida societaria, además de que se protege a la compañía de las presiones cortoplacistas del mercado y permite a los administradores centrarse en un crecimiento sostenible y a largo plazo. Sin embargo, el argumento considerado como clave en la defensa de este tipo de mecanismos es que actúan como motor en gran parte de la actividad económica que requiere capital social externo (obtenido a través de OPV o posteriores aumentos de capital), ya que este se hace posible sin implicar necesariamente la pérdida de control por parte de los socios originales. Pongamos el caso de la salida a Bolsa de Facebook; gracias a la posibilidad de crear una estructura accionarial doble, Mark Zuckerberg logró sacar a cotización su compañía manteniendo el control de la misma. Sin esta opción legal, tendría que haber sacrificado o bien el crecimiento y expansión de su negocio gracias al capital ajeno captado a través de los mercados (o la captación de menos capital habiendo conservado la mayoría de las acciones), o bien haber sacrificado su posición de control. Facebook es uno de los ejemplos claros dónde un socio minoritario de control aporta un valor adicional a la compañía, donde el fundador es un visionario cuyos planes a largo plazo sólo pueden llevarse a cabo con un seguimiento prácticamente “a ciegas” del resto de accionistas. Una estructura que rompa el principio de proporcionalidad muchas veces es la solución para aquellas compañías con “visión única” o idiosincrática que necesitan el largo plazo para la obtención de beneficios y consecución de sus proyectos (sobre todo hablamos de empresas tecnológicas o que requieren de grandes inversiones en I+D).

El segundo argumento a favor de la ruptura del principio OSOV versa sobre la “independencia y soberanía” de los accionistas. Los que mejor conocen a una compañía

³⁸ Ringe, W-G., “Deviations from Ownership-Control Proportionality - Economic Protectionism Revisited”, *Oxford Legal Studies Research Paper*, n. 23/2011, 2010. (Disponible en: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1789089>).

son los que están inmersos en ella, y por este motivo son los socios los que han de tener la posibilidad distribuir los derechos económicos y derechos de voto³⁹. Al defender la democracia y la necesaria proporción entre ambos, se está obviando el hecho de que el conjunto accionarial dista mucho de ser homogéneo, y las compañías presentan a su vez distintas estructuras. Se cae en una excesiva simplificación teórica y es necesario salir de ella e investir a los socios de poder suficiente para adaptar sus estatutos en función de los bloques de control que existan en la compañía y de la mayor o menor dispersión accionarial de la misma. Así, es cierto que pueden surgir conflictos con los socios minoritarios de control, pero en sociedades de capital disperso también podrán surgir conflictos con los administradores y su posible “atrincheramiento”, por lo que habrá que calibrar tanto la facilidad de acabar con ese conflicto como la magnitud de cada uno.

El debate es muy complejo, y mucho más extenso del que aquí se presenta, sin embargo, considero que el planteamiento doctrinal debería de ser otro. En lugar de ser una discusión acerca de las ventajas o inconvenientes que supone la ruptura del principio OSOV y tratar de dilucidar qué sistema es el más eficiente, lo que de verdad sería relevante ahora para nuestro derecho de sociedades es tratar de implementar mecanismos societarios que eliminaran o, al menos, redujeran considerablemente los posibles conflictos de interés a los que se enfrentara el socio de control⁴⁰. Y, por otro lado, permitir a cada compañía optar por el modelo de distribución de derechos económicos y de voto que consideren que se ajusta mejor a su actividad e intereses societarios, de forma que se tuviera en cuenta la posibilidad de que la gestión interna sea más eficiente si la distribución de poder no va paralela a los derechos económicos, pero a la vez se observe que esta misma fuente de control puede acabar mermando los derechos de los minoritarios en esa misma sociedad. La clave es enjuiciar si en aras de una mayor eficiencia está justificado que quién ostente el poder de decisión no haya adquirido a su vez la mayoría de derechos económicos, y una vez que se entiende que esto es así en determinados casos, redefinir el conjunto del sistema para no sacrificar los derechos del resto.

³⁹Sáez Lacave,I., “Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto”, *InDret*, 2011,pp.16,17. (Disponible en: https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/804_es.pdf)

⁴⁰ Sáez Lacave,I. Op. cit. p. 22.

2.2 Principio de proporcionalidad en el Derecho de Sociedades Español

La tendencia del legislador español a copiar de otros textos como el italiano o el francés pueden traer consecuencias muy dañinas si pretendemos equiparar la estructura accionarial habitual presente en nuestras sociedades con las de estos países. No es fácil decidir un sistema de asignación de control dentro de una sociedad, y como explicaba en el apartado anterior puede que la clave sea ser más flexibles y buscar la forma de adaptar un mecanismo novedoso como es el de las acciones de lealtad y convertirlo en una herramienta puesta al servicio de aquellos socios productivos.

En nuestro ordenamiento el principio de proporcionalidad es una de las manifestaciones más claras de las diferencias estructurales entre las sociedades anónimas y las sociedades limitadas;

En las sociedades limitadas el principio de proporcionalidad no se trata de un principio configurador, ya que la ley proporciona una gran libertad a los socios para determinar la proporción participaciones sociales-votos que deseen por vía estatutaria⁴¹. Sin embargo, es en las sociedades anónimas donde posee más relevancia y ha de respetarse de forma estricta, no pudiendo alterarse la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto (artículos 96.2 y 188.3LSC). A pesar de esto, caben una serie de excepciones que podrían llegar a quebrar este principio en las Sociedades Anónimas;

En primer lugar, las acciones sin voto. Consisten en diseñar una estructura accionarial doble, donde se emiten acciones sin voto a cambio de mayores derechos económicos. Estas acciones se prevén en la Ley de Sociedades de Capital, sin embargo, no han tenido éxito en nuestro ordenamiento, y aunque suponen una ruptura formal con el principio de proporcionalidad, económicamente son consideradas una suerte de título de deuda, donde sus tenedores son inversores centrados en la rentabilidad económica y no en la intervención en la vida de la sociedad⁴². Es interesante tener en cuenta que la introducción de acciones de lealtad es asimismo una forma de apalancamiento del poder de voto, donde la finalidad también es propiciar que accionistas sin inversiones mayoritarias tengan un mayor control de la sociedad. Sin embargo, las motivaciones detrás de ambos sistemas son distintas, ya que mientras que en el primero se asume que determinados accionistas

⁴¹ Sáez Lacave, I. Op.cit. p.12.

⁴² García de Enterría, J., "Proporcionalidad entre capital y voto: mecanismos de quiebra del principio y su fundamento societario", *Cuadernos de la Cátedra de Garrigues*, n.4, 2015, pp.5-8. (Disponible en: https://www.comillas.edu/documentos/catedras/garrigues/C4_Catedra%20Garrigues_v4.pdf)

nunca van a querer involucrarse en la vida societaria, el segundo se concibe como un mecanismo para fomentar la participación de los minoritarios y reducir la especulación y el cortoplacismo, además de tratarse de una forma de acercar el control a accionistas significativos que carecen de él.

La segunda excepción consiste en acotar por vía estatutaria el número máximo de votos que va a poder emitir un accionista. Mientras que en las sociedades no cotizadas han estado permitidas estas limitaciones desde la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, en las sociedades cotizadas han existido más vaivenes normativos hasta llegar a la actual permisividad limitada⁴³, justificada por tratarse de un instrumento de defensa de los socios minoritarios y de personalización de la sociedad, así como de a una medida anti-OPAs. Se trata de un mecanismo de encerramiento diseñado para tener el efecto contrario al anterior, es decir, diluir el control de los accionistas mayoritarios en lugar de apalancarlo.

Por último, es necesario comentar la creación de estructuras plurisocietarias, tendentes también a la retención del control de la sociedad de que se trate con una participación minoritaria. A través de una estructura piramidal, se consigue conservar el control en una sociedad cotizada interponiendo diferentes sociedades en las que se es socio mayoritario. Mediante una cadena de sociedades filiales se consigue obtener el control con porcentajes “efectivos” muy inferiores al 51% habitual⁴⁴. Este tipo de estructuras, junto con los derivados debería hacernos reflexionar acerca de cuál es la mejor solución; si la imposición tajante del principio de proporcionalidad que hace que los socios conserven el control por estas vías opacas, o una mayor permisividad con la introducción de las acciones de lealtad, aunque en la práctica las compañías ahora van a poder combinar ambas.

Nuestro legislador ha diseñado dos métodos opuestos y permitido un tercero guiado por un criterio de eficiencia, dejando atrás la equidad formal en todos los casos. Lo que se busca es que las sociedades puedan diseñar un sistema de gobierno corporativo que facilite la toma de decisiones más productivas y que más se adecue a los intereses sociales en cada momento. De esta forma, la introducción de las acciones de lealtad parece la siguiente “quiebra” del principio de proporcionalidad, que a través de un sistema de opt-

⁴³ García de Enterría, J. Op.cit. p.6

⁴⁴ Sáez Lacave, I. Op.cit. p.7.

in opt-out facilite a los accionistas de cada sociedad establecer en cada momento la estructura accionarial óptima para la consecución de sus intereses.

El gap que se consigue entre control e inversión a través de las acciones de lealtad puede conseguirse también a través de una estructura piramidal. En Estados Unidos la fiscalidad de los dividendos intragrupo ha hecho que estas estructuras hayan desaparecido en la práctica⁴⁵ y sólo se mantengan las acciones con voto múltiple, lo que manifiesta además de la diferencia de culturas, la posición de importancia que se da a la transparencia. Es muy arriesgado decir que la introducción de las acciones de lealtad en nuestro sistema va a tener el mismo efecto, por ello habrá que seguir de cerca la evolución de las mismas en nuestro ordenamiento.

3. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

3.1 Tipos de OPA según su estructura de capital y encaje de las acciones de lealtad

Nuestro ordenamiento, en concreto la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición⁴⁶, obliga al accionista que haya adquirido más de un 30% de los derechos de voto de una sociedad cotizada (lo que confiere el control de la sociedad, artículos 3 y 4) a presentar una oferta por todas las acciones restantes con derecho a voto al precio más alto pagado por las mismas acciones en los últimos 12 meses. De esta forma, los accionistas minoritarios podrán salir de la compañía a un precio justo, lo que se asegura también porque se da la posibilidad a otras empresas del mercado de lanzar una contraoferta. Se trata sin duda de uno de los instrumentos más relevantes para garantizar la eficiencia existentes en nuestro derecho de sociedades, pero es cierto que la eficacia de este puede verse condicionada, al menos parcialmente, por la estructura de capital de la sociedad que se quiere adquirir (del *target*).

⁴⁵ Cenzi Venezze, F., “The Costs of Control-Enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatization of State-Owned Firms in Europe”, Harvard Law School LLM Paper, 2013, p.4. (Disponible en: <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:10985156>)

⁴⁶ Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores. (BOE 13 de abril de 2007)

El porcentaje del 30% se estableció cuando no se concebían las acciones de lealtad, y si acudimos a otros ordenamientos que las prevén, como es el italiano, vemos que en 2014 se sustituyó el porcentaje fijo del 30% por una serie de porcentajes distintos atendiendo al tipo de empresa de que se tratara (25% para las pequeñas y medianas empresas, que podían elevar el porcentaje hasta un tope del 40% por vía estatutaria, y 30% en aquellas empresas en las que ya existiera un accionista que controlara entre el 25% y el 50% de los derechos de voto⁴⁷. La acogida de la reforma fue positiva, sin embargo, creo que en el caso español el umbral ha de permanecer inalterado a pesar de la introducción de las acciones de lealtad.

Es cierto que no puede equipararse por completo la superación del umbral para formular una opa obligatoria por la compra de acciones a la superación de dicho umbral por la adquisición de derechos de voto adicionales. No sólo es menos estable el porcentaje de votos obtenido a través del voto doble que aquel estrechamente relacionado con la compra de acciones de la compañía, sino que además la concesión de derechos de voto adicionales deja inalterado el número de acciones que se intercambian en el mercado, y por tanto disponibles para que cualquier accionista interesado amplíe su participación.⁴⁸

A pesar de esto, el riesgo de modificar el 30% establecido en España es grande; es un umbral justo, ponderado, y aunque la modificación fuera similar a la italiana, dando la posibilidad de establecer un margen mayor o de reducir el actual podríamos acabar generando otra serie de problemas;

- Si el umbral obligatorio se elevara, sería posible que la compañía estuviera controlada de facto por sus accionistas significativos, y paralelamente se dificultarían enormemente las OPAs al elevarse los costes asociados a estas. Se correría el riesgo de que el resto de accionistas quedaran atrapados en la sociedad sin la posibilidad de salida a un precio justo.
- Por otro lado, un umbral más bajo reduciría de manera ineficaz el dinamismo del mercado de valores y en concreto del mercado de bloques accionariales, eliminando multitud de transacciones que ahora son libres. Además, sería prácticamente imposible que ningún accionista alcanzara el control de la sociedad

⁴⁷ Fedderke, J-W. and Ventoruzzo, M., “The Biases of an 'Unbiased' Optional Takeovers Regime: The Mandatory Bid Threshold as a Reverse Drawbridge” *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper* n. 304/2016; *Penn State Law Research Paper* n. 17-2015; *Bocconi Legal Studies Research Paper* n. 2706602., 2015, p.9. (Disponible en: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2706602>)

⁴⁸ Mosca, C. Op.cit. p. 274.

con un porcentaje de votos en la misma inferior al 30%, eliminando uno de los mayores atractivos que suponen las acciones de lealtad.

Así, independientemente del planteamiento acerca de una posible modificación, me centraré en la situación actual, ya que no solo no se plantea ningún tipo de modificación, sino que se evidencia que no es necesaria. Las OPAs pueden analizarse y clasificarse desde varias perspectivas, me centraré en cómo encaja una oferta de adquisición pública en función de la estructura de la compañía target, de forma que existirán tres tipos⁴⁹;

1.Sociedad target de capital disperso; quien ostenta el control en este tipo de sociedades son los administradores, y es, a priori, el escenario más favorable para que existan cambios de control en la compañía. La posición de los administradores es cuestionable, y sus poderes revocables. En este tipo de sociedades se observa el *free-rider*⁵⁰ problem, que simplifícadamente consiste en que cada accionista individual considera que su decisión de vender o no durante una OPA no condiciona el éxito o fracaso de la misma, de forma que un accionista no venderá salvo que el comprador ofrezca el precio que se alcanzará cuando finalice la oferta. En caso de no hacerlo, el accionista permanecerá en la compañía hasta que consiga su prima. Sin embargo, si todos los accionistas piensan lo mismo, la operación dejará de tener atractivo para el comprador, porque le dejaría sin beneficios, por lo que la OPA fracasaría y la administración ineficiente seguiría al mando. Una forma de evitar este problema y de salvar el conflicto de agencia existente con los administradores (atrincherados) de esta sociedad es prohibir la activación de medidas anti-opa salvo habilitación previa por los accionistas (es decir, salvo refuerzo de la confianza que se les ha depositado). En este caso considero que las acciones de lealtad incluso dificultarían aún más la posibilidad de que la operación se llevara a cabo, ya que los accionistas que estuvieran en posesión de esos derechos adicionales querrían una compensación adicional al precio ofertado para el resto de accionistas. Al margen de esto, a no ser que un socio minoritario acabara consolidándose como socio de control, en cuyo caso iríamos al supuesto tres, las *loyalty shares* no facilitarían las OPAs, sino que simplemente reforzarían la influencia de los accionistas por debajo de este umbral.

⁴⁹Sáez Lacave, I. Op.cit. pp.25,26.

⁵⁰Baixaulí Soler, J. S., “El problema del free-rider en las tomas de control y la regulación de las OPAs”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol.10, n.2, 2004, p. 142. (Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/1032022.pdf>)

2.Sociedad target con un socio o socios mayoritario de control; el control de este socio proviene de una participación mayoritaria en el capital social, o en el segundo caso, de varios accionistas ligados entre sí por medio de pactos parasociales. Aquí no hay una persona externa que toma las decisiones en la sociedad, sino que son una o varias personas dentro de la propia sociedad. En este caso el sistema de opas es menos efectivo que en el primero, ya que es imposible adquirir una participación mayoritaria sin conocimiento y consentimiento de los socios, además de que aquí no se trata de reemplazar a la administración, ya que los *controlling shareholders* son los administradores. De esta forma, la función esencial de las opas aquí sería la de bloquear las opas expropiatorias mediante el sistema de opas obligatorias⁵¹. En este sentido las acciones de lealtad tampoco juegan un papel muy relevante en el éxito o fracaso de la OPA, porque el efecto que tendrán en todo caso, será el de reforzar la posición de ese bloque de control y facilitar su extracción de beneficio privado, con una posibilidad de defensa mínima por parte de los minoritarios.

3.Sociedad target con un socio o socios minoritarios de control;⁵² a pesar de que el control está menos afianzado que en el caso anterior, guarda en la práctica una mayor semejanza que con el primer escenario de accionariado disperso, puesto que el poder está en manos de un socio en ambos casos. El control de este socio es más frágil, y las acciones de lealtad contribuirán a su consolidación, o, por el contrario, al surgimiento de otros potenciales socios de control.

Una vez analizado brevemente la influencia de las acciones de lealtad a efectos de una toma de control externa, analizaré una serie de supuestos que podrían dar lugar a la obligación por parte de un accionista de la compañía en cuestión de formular una opa por alcanzar el umbral obligatorio;

⁵¹ Sáez Lacave, I. Op.cit. p.25.

⁵² *Ídem.* p.27

3.2 Problemas concretos que pueden surgir en relación con las acciones de lealtad en una opa.

3.2.1. Incurrir en la obligación sobrevenida de formular una OPA:

Uno de los problemas más evidentes de las acciones de lealtad es que al alterar la proporción entre derechos económicos y derechos de voto y hacerlas depender de una circunstancia como el tiempo de permanencia individual de cada accionista es que la proporción de derechos de voto podrá variar en función del comportamiento del resto de socios. Así, en el momento en que un socio cumpla la permanencia de dos años en la empresa y por tanto se le atribuyan una serie de votos adicionales por lealtad, disminuirá proporcionalmente el valor de los votos del resto de accionistas, y viceversa; cuando un socio con acciones de lealtad transmita sus acciones hará que el porcentaje de voto del resto de socios aumente.

De esta forma, un accionista podría verse en la tesitura de tener que formular una OPA obligatoria en función de la actuación del resto de accionistas en la cotizada. Poniendo un ejemplo; si una compañía tiene 100 acciones y 50 de ellas llevan aparejadas un voto de lealtad, en la práctica los derechos de voto serán 150 en lugar de 100. Si uno de los accionistas es titular de 20 acciones de lealtad (40 votos) tendría un 26,67% de los derechos de voto (versus el 20% que tendría sin acciones de lealtad). Ahora supongamos que las otras 30 acciones con derechos de lealtad están diseminadas entre accionistas minoritarios, y 20 de ellos decidieran vender. El número de votos totales en la compañía pasaría de 150 a 130, por lo que el porcentaje de derechos de voto de cada inversor aumentaría. En concreto, el porcentaje del accionista titular de 20 acciones pasaría a ser 30,76%, de forma que incurriría en la obligación de formular una OPA, ya que no entraría dentro de las excepciones introducidas en la Ley de OPAs⁵³. En relación con esto;

En primer lugar, no existe previsión alguna en el Anteproyecto acerca de una posible renuncia a este voto doble, a priori siempre positivo para el titular pero que en casos como el expuesto podría ser enormemente perjudicial. Parece lógico que se admitiera la renuncia (al menos parcial) de las acciones de lealtad, pero sin una regulación que lo contemple nos encontramos ante un supuesto de gran inseguridad jurídica.

⁵³ Emisores Españoles.Op. cit. p.6.

Considero que el legislador podría haberse adelantado a este conflicto y haber introducido una previsión al respecto⁵⁴, tal y como hizo el legislador italiano al introducir en el TUF (*Testo Único della Finanza*-Texto único de Negocio) una excepción a la obligación de formular una opa “*cuando la superación del porcentaje venga determinada por una reducción del número total de votos*” [art. 49.1, letra d) bis, RE].⁵⁵ Esta previsión unida a una venta casi inmediata de las acciones (o dentro de un periodo razonable como 3 meses) podría evitar situaciones en las que a causa de la venta de otros accionistas un socio incurriera en esta obligación sin ningún tipo de margen de actuación.

3.2.2. Accionista cumple dos años y supera el umbral con los derechos de voto adquiridos:

En el caso anterior hablábamos de un socio que, actuando con la diligencia debida se encontraba en una situación por la cual debía de formular una opa obligatoria. Ahora estaríamos ante un caso donde el socio podía haber previsto que llegada la fecha de cumplimiento del plazo previsto en los estatutos se le atribuyeran una serie de derechos de voto adicionales y sobrepasara el umbral de opa obligatoria por esta causa. Así, en línea con el ejemplo anterior, si una sociedad tiene 100 acciones (y acciones de lealtad en estatutos una vez transcurridos dos años de permanencia en la compañía) y un socio tiene 20 acciones, en principio no tendría que formular una opa. Sin embargo, el día que dicho socio cumpliera dos años en la sociedad y automáticamente se le atribuyeran las acciones de lealtad, pasaría a tener un 33,33% de los derechos de voto, debiendo lanzar una opa obligatoria.

Es cierto que el socio podría haber previsto esta situación y haber vendido parte de las acciones en caso de no querer formular la OPA, sin embargo, creo que la conclusión es muy similar a la del punto anterior; debería por un lado exceptuarse esta obligación sujeta a una serie de condiciones, siendo la esencial la venta de las acciones que hagan que se

⁵⁴ Podrían incluirse dentro de los supuestos dispensados de la obligación de formular una OPA del artículo 7 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007).

⁵⁵ 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*, n.65, 2016, p.175. (Disponible en: <http://eds.b.ebscohost.com/eds/detail/detail?vid=0&sid=d4a447f5-95ef-4111-81a6-15a6a215470e%40sessionmgr103&bdata=Jmxhbmc9ZXMmc2l0ZT1lZHMtbG12ZSZzY29wZT1zaXRl#AN=120298730&db=a9h>)

supere el umbral del 30%, y por otro lado regular la renunciabilidad de las acciones de lealtad.

En este sentido, la *Loi Florange* actualmente exceptúa la obligación de formular una opa cuando el umbral de porcentaje se supere por atribución de derechos de voto adicionales, pero vaya precedido de una venta de acciones. Es decir, se permite que los accionistas adquieran esos derechos de voto adicionales y vendan inmediatamente las acciones que tengan por encima del umbral de opa obligatorio; de forma que disfruten de ese derecho doble y a la vez pueden desinvertir si su intención no es la de tratar de adquirir la compañía⁵⁶.

Queda claro que las acciones de lealtad no son una clase de acciones como tal, sino que se tratan de un privilegio concedido a los accionistas como recompensa por su permanencia en la compañía durante un período mínimo de dos años (ampliable en los estatutos). Bien, puede suceder que para la mayoría de socios realmente se trate de un privilegio, e incluso de un incentivo para la mantener su inversión en la compañía e involucrarse en la gestión de la misma, pero en otros casos puede tratarse de un lastre si no se da la opción de renunciar a ellas, o como se ha hecho en la legislación francesa, adquirir los derechos y desinvertir en el porcentaje justo para no incurrir en la obligación de formular la opa.

Por ello es esencial que se regule la renuncia o como sugería al analizar el Anteproyecto, introducir la posibilidad de que las acciones de lealtad sean solicitadas por los propios accionistas, porque en este ejemplo el accionista podría renunciar a un porcentaje de los votos adicionales de lealtad y situarse en una posición de control (dependiendo de la estructura de capital de la sociedad) justo por debajo del umbral del 30%, o el equivalente en Francia por el cual desharía parte de su posición conservando el máximo de derechos de voto, lo que sería un escenario aún más favorable para este accionista.

3.2.3. Forzar a un accionista a formular una OPA:

Este realmente se trataría de un subsupuesto del primer caso, pero en una versión aún más dañina para el accionista. Es un supuesto que, aunque pueda parecer irreal, me parece

⁵⁶ Mosca, C. Op.cit. p. 256.

interesante para ilustrar una de las múltiples situaciones que pueden darse si no se regulan bien los efectos que pueden producir las acciones de lealtad en relación con las ofertas públicas de adquisición.

Imaginemos una compañía donde la participación mayoritaria la ostenta el fundador (un 29%), quien lleva más de dos años en la compañía, y entran progresivamente una serie de fondos como inversores, todos ellos sin superar el umbral del 30%. Se propone la introducción de acciones de lealtad y se vota en junta, aprobándose (podría incluso aprobarse en contra del fundador por los quórum establecidos en la ley, pero no es lo relevante). Si se aprueban estas acciones de lealtad; ¿se le atribuirían directamente al socio fundador que lleva más de dos años en la compañía? De ser así éste se vería obligado a lanzar una opa.

Además de las cuestiones que se han puesto de manifiesto con los anteriores ejemplos queda claro que también es muy relevante que el legislador deje claro si ese período de permanencia en la compañía empieza a computar desde la aprobación de las acciones de lealtad y su introducción en los estatutos, o si podría establecerse por vía estatutaria que este período se computara desde un momento anterior. Por seguridad jurídica lo más coherente sería que los dos años o el tiempo que se estableciera empezara a contar desde la introducción en la compañía de las acciones de lealtad, pero nuevamente una falta de regulación hace que haya margen para una interpretación en el sentido contrario.

4. ¿CREACIÓN O DESTRUCCIÓN DE VALOR?

4.1 Refuerzo de la competitividad de nuestro ordenamiento a través de las acciones de lealtad. Referencias a Italia y Francia.

Nuestro legislador justifica la introducción de las acciones de lealtad como mecanismo para fomentar la mayor participación accionarial en la compañía, para evitar la pasividad ya comentada y hacer que los accionistas no significativos tengan incentivos para involucrarse en el día a día de la sociedad. Sin embargo, existen una serie de motivos adicionales y sobre todo más realistas detrás de esta modificación legislativa, que versan fundamentalmente sobre el refuerzo de la competitividad de nuestro ordenamiento societario frente al de otros estados.

La mejor forma de entenderlo es siguiendo el caso italiano; una de las causas por las que el gobierno italiano decidió abandonar los prejuicios hacia las acciones de lealtad fue por el cambio de domicilio social de Chrysler-Fiat⁵⁷, una de sus grandes empresas estrella, a Holanda. La compañía decidió hacer ese traslado por el ventajoso régimen mercantil del país de destino, ya que a pesar de no regular las acciones de lealtad tampoco las prohibía, lo que en la práctica conducía a multitud de empresas a introducirlas en sus estatutos. El gobierno italiano comenzó a considerar las acciones de lealtad como una herramienta que podía reforzar su competitividad y hacer que las acciones de sus compañías fueran más atractivas; aunque Chrysler-Fiat no deshiciera el cambio de domicilio puede que la nueva legislación italiana atrajera a otras corporaciones, o incentivara a otras compañías italianas a salir a Bolsa. A esto se le añade un posible motivo menos aparente, pero muy beneficioso para el Gobierno Italiano; las acciones de lealtad se convierten en un instrumento facilitador en las privatizaciones de compañías estatales italianas. Se evitaba así la pérdida de control por parte del Gobierno y a la vez se trataba de una forma de ingresar fondos en el Tesoro Público con la venta de acciones de estas compañías⁵⁸.

El caso francés es muy similar; las acciones de lealtad se permiten desde 1996, pero en 2014 el gobierno modifica la regulación de las mismas a través de la Loi Florange, de forma que el sistema pasa a ser *opt-out*⁵⁹, es decir, serán las compañías las que mediante una mayoría reforzada tengan que decidir no incluirlas en estatutos, de lo contrario asumirán el sistema de forma automática. Cabe destacar el caso de Aéroports de Paris⁶⁰, compañía que no preveía acciones de lealtad en sus estatutos antes de la reforma, y decide asumir el sistema de forma automática, lo que beneficia enormemente al Estado Francés como accionista significativo de ésta.

Estas explicaciones asientan la idea de que las acciones de lealtad son beneficiosas para los accionistas significativos de compañías, entre los que puede estar el Estado, ya que refuerzan su posición de control. También nos introducen el hecho de que, independientemente de las ineficiencias o problemas que puedan generarse post-

⁵⁷ Tras la fusión de Fiat con Chrysler se premió a los accionistas “antiguos” con un doble derecho de voto, reforzando así a sus accionistas más estables.

⁵⁸ Ventrizzo, M.Op.Cit.p. 13

⁵⁹ Belot, F., Ginglinger, E. & Starks, L-T., “Encouraging Long-Term Shareholders: The Effects of Loyalty Shares with Double Voting Rights” (October 25, 2019). *Université Paris-Dauphine Research Paper*, n. 3475429; *Proceedings of Paris December 2019 Finance Meeting EUROFIDAI – ESSEC*, 2019. (Disponibile en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3475429>)

Ventrizzo, M.Op.Cit.p.14

⁶⁰ Belot, F., Ginglinger, E. & Starks, L-T.op.cit. p.30.

implementación de las acciones de lealtad, existe un riesgo de fuga de empresas y de inversores ex ante que puede ser incluso mayor en términos de costes y pérdida de competitividad de nuestro ordenamiento⁶¹.

En este sentido, si varios países de la Unión Europea introducen en sus ordenamientos la posibilidad de otorgar votos adicionales por lealtad y España no lo hace, podrían llegar a darse situaciones dónde compañías españolas trasladaran su domicilio social y salieran a bolsa en uno esos Estados⁶² (tal y como sucedió con la compañía Chrysler-Fiat en Italia). Viéndolo desde otra perspectiva, si España regulara las acciones de lealtad, no sólo evitaría perder sus compañías y sus inversores (los que tendría en circunstancias neutrales, en caso de que ningún país tuviera acciones de lealtad), sino que además podría atraer a corporaciones de otros Estados. Estando en una era de grandes compañías tecnológicas y fundadores visionarios que buscan asegurarse el control de su compañía a toda costa en una salida a bolsa, las *loyalty shares* podrían actuar como el factor diferenciador que las condujera a nuestros mercados.

Así, parece que los costes de no implementar las acciones de lealtad en nuestro ordenamiento son, en términos de pérdida de oportunidad, muy elevados. Sin embargo, habrá que dilucidar si éstos son superiores a los costes derivados de la introducción de este instrumento.

4.2. Costes para las compañías relativos a la implementación de las acciones de lealtad.

A pesar de existir numerosos estudios que prueban que las acciones de lealtad son una forma de destruir valor dentro de las compañías y de disminuir la cotización de las acciones en el largo plazo⁶³ (así como informes que evidencian lo contrario⁶⁴), es difícil encontrar un estudio que combine esta métrica con el beneficio/perjuicio a nivel general (creación de valor por atracción de sociedades nuevas, nuevos inversores).

⁶¹ Cenzi Venezze, F.Op.cit.p.20.

⁶² Gurrea-Martínez, A., “Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country Specific Response to a Global Debate”, *Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper*, vol.3/2019; *Singapore Management University School of Law Research Paper*, n.32, 2019,p.7. (Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3397880>)

⁶³ Véase Belot, F., Gingliner, E., Starks, L-T.y Gurrea-Martínez, A.

⁶⁴ Laurence Fink (2016), Estudio de McKinsey (2013),[non vidi, citado por Belot, F., Gingliner, E., Starks, L-T.]

Si nos basamos en estudios que comparan una compañía que elige introducir acciones de lealtad con otra que elige no introducirlas, se pierde el análisis de aquella compañía que ha salido a bolsa gracias a que existía este instrumento. Y si únicamente atendemos a los cambios en los niveles de inversión o cambios de domicilio de empresas perdemos numerosas variables también. Al final, la efectividad de este instrumento dentro de las compañías depende de multitud de variables endógenas del propio ordenamiento en el que estén insertas, del resto de mecanismos de retención de control permitidos, y de la protección que se otorgue a los accionistas, entre otros, por lo que hay que analizar esta cuestión a través de una perspectiva lo más amplia posible.

En este sentido, existe un estudio muy interesante ⁶⁵acerca del cambio introducido por la Loi Florange en el año 2014. Como he tenido ocasión de explicar, antes de esa fecha las compañías podían decidir o no libremente introducir las acciones de lealtad en sus estatutos, sin embargo, a partir del 2014 las compañías van a votar el no incluir las acciones de lealtad, es decir, se introduce el sistema de opt-out. En esta investigación se analizan por separado aquellas compañías que tenían las acciones de lealtad y por tanto habían votado a favor de incluirlas antes del 2014, las compañías que deciden no introducirlas a pesar del cambio de sistema (votando activamente para su eliminación) y las compañías que aceptan su introducción. Los resultados muestran que las compañías que introdujeron desde el inicio el voto adicional por lealtad eran en su gran mayoría compañías familiares que habían salido a bolsa pero que continuaban reteniendo el control, siendo en la práctica las que mejores rendimientos tenían en términos de ROA. En el resto de compañías, (aquellas que optaron por no introducir las acciones de lealtad en 2014 o decidieron incluirlas) los resultados de rendimiento eran, de media, mejores en los casos de introducción de acciones de lealtad, aunque las diferencias tendían a desaparecer en el largo plazo. Esto último es consistente con la mayoría de estudios de eficiencia de las acciones de lealtad⁶⁶, donde contra intuitivamente, este instrumento tiende a mejorar los resultados de las compañías en el corto plazo, equiparándose a los de aquellas compañías que no prevén las acciones de lealtad en el medio plazo (5-7 años) y empeorando con respecto a éstas en el largo plazo.

La conclusión más interesante es que a través del caso francés, con un ordenamiento relativamente parecido al nuestro (ambos países dentro de la Unión Europea) y con

⁶⁵ Belot, F., Gingliner, E., Starks, L-T. Op.cit. pp.2-23.

⁶⁶ Gurrea-Martínez, A., Op. cit. p.10.

sociedades que presentan estructuras de capital en términos de bloques accionariales similares a las españolas, podemos ver que las acciones de lealtad son una forma interesante de facilitar nuevas ofertas públicas de venta (OPVs) en España y pueden resultar muy beneficiosas a nivel general. Sin embargo, la segunda conclusión es el posible perjuicio a largo plazo que causa este instrumento en aquellas compañías que ya han sido admitidas a cotización y deciden incluirlas de forma novedosa en sus estatutos.

4.3 Nuevo mercado- propuesta de optimización de valor y privatización de compañías estatales.

He explicado previamente la forma en que las acciones de lealtad pueden resultar beneficiosas en la privatización de compañías estatales, así como en la salida a bolsa de compañías familiares o de fundadores que quisieran captar fondos manteniendo el control de su sociedad. Sin embargo, también he planteado el posible perjuicio que pueden conllevar los votos adicionales por lealtad a aquellas compañías que los implementen a posteriori, especialmente en el largo plazo.

Comentaré la solución que ha dado Brasil para solventar estos obstáculos, y que numerosos autores⁶⁷ consideran que sería idónea para nuestro país, a la que plantearé una serie de modificaciones, ya que Brasil en puridad no permite las acciones de lealtad.

La forma en que Brasil ha planteado la privatización de sus compañías y ha introducido la posibilidad de romper parcialmente con el principio de proporcionalidad ha sido a través de la creación de un *Nuovo Mercado*, con una serie de requisitos estrictos relativos al gobierno corporativo y a su transparencia, como la limitación de la creación de estructuras piramidales o el refuerzo de la supervisión en las operaciones con partes vinculadas, materia de gran importancia en la actualidad. El Estado utiliza este mercado alternativo para o bien vender sus participaciones de sociedades cotizadas, o bien para desprivatizar compañías sacándolas a bolsa. Además, este *Nuovo Mercado* está abierto a aquellas sociedades que quieran salir a bolsa o que, siendo cotizadas, quieran cambiarse de mercado, siempre que cumplan con los requisitos establecidos (requisitos más estrictos que los tradicionales en el mercado brasileño, pero que son más atractivos para los inversores). Este mercado ha tenido una gran acogida, ya que actualmente la gran mayoría

⁶⁷ Cenzi Venezze, F.Op.cit.p.23.

de empresas deciden salir a bolsa en este mercado y también se han producido traslados del mercado principal brasileño a este segundo *Nuovo Mercado*.

Además, el *Nuovo Mercado* también constituye una nueva forma por la que los *Private Equity* (Capital de Inversión) y *Venture-Capital* (Capital Riesgo) pueden desinvertir de aquellas pequeñas firmas o start-ups que han prosperado y buscan salir a bolsa⁶⁸.

Sin embargo, a pesar de crearse un escenario idóneo para muchas compañías que decidieran comenzar a cotizar, así como tratarse de una vía para facilitar la privatización de compañías estatales, considero que supondría demasiados costes y conllevaría más problemas de los que solucionaría en el caso español. Crear otro mercado con compañías más atractivas para los inversores restaría liquidez a los mercados actuales y supondría tener que diseñar toda una estructura adicional de funcionamiento del mismo. Las compañías españolas cotizadas ejercerían presión para que esto no ocurriera, ya que los mercados actuales perderían atractivo por las asimetrías informativas y menor transparencia que presentan.

Si, por el contrario, el diseño del mercado se hiciera exclusivamente para introducir las acciones de lealtad y facilitar la salida a Bolsa de aquellas compañías con un socio fundador que busca retener el control, se estaría diseñando un mercado que acabaría siendo similar al Mercado Alternativo Bursátil Español, que en la práctica ha sido un fracaso por su falta de liquidez, falta de transparencia y porque la mayoría de empresas en vez de acabar pasándose al mercado continuo acaban en liquidación.

De esta forma, no comparto la tesis de estos autores, pero lo que sí que considero interesante de esta propuesta es el anexionar una serie de requisitos adicionales de transparencia y de funcionamiento del gobierno corporativo a la introducción de las acciones de lealtad en la sociedad. Uno de los grandes riesgos de implementar las acciones de lealtad es aumentar los conflictos de interés socio-sociedad, cuestión que puede desalentar a los inversores, pero sobre todo perjudicar a los minoritarios de la propia compañía. Sin embargo, si desde el principio se reducen los costes de agencia, puede que también consiga evitarse la pérdida de eficiencia de este instrumento en el largo plazo. Nuestro legislador ha regulado las acciones de lealtad a la vez que introducía (entre otras)

⁶⁸ Gilson Ronald, J., Black ,B-S., “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets”, *Journal of Financial Economics*, vol. 47,1998,p.244-246 (Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=46909>)

una serie de medidas de transparencia requeridas por la Directiva 2017/828, medidas que se deberían aplicar a todas las compañías, por lo que debería dar un paso más en la regulación e incluir especificidades en relación con las acciones de lealtad, para evitar que sea un instrumento más en manos de los accionistas mayoritarios y desvirtuar el objetivo para el que fue diseñado.

5. CONCLUSIÓN

Como se ha ido poniendo de manifiesto a lo largo del trabajo, el Anteproyecto de 24 de mayo de 2019 presenta numerosas deficiencias a nivel de redacción y sobre todo de reflexión y profundidad normativa, lo que generará una gran problemática cuando finalmente se tramite y entre en vigor.

Nuestro legislador ha tratado de dar respuesta a los objetivos de la Directiva 828/2017 de forma novedosa, combinando la mayor transparencia y mejora del gobierno corporativo con la implicación de los accionistas a largo plazo en las sociedades, sin analizar previamente si realmente existe un problema de cortoplacismo o no en nuestras sociedades ni reflexionar acerca de la quiebra del principio de proporcionalidad que supone la introducción de los votos adicionales por lealtad.

Introducir una novedad legislativa tan importante tendría que ser la materialización de investigaciones del impacto de la misma, y obedecer a una finalidad más concreta dentro de nuestro ordenamiento. Como se ha indicado en apartados anteriores, no existen evidencias claras acerca de si se genera o no beneficio para las sociedades estableciendo en su seno un principio de proporcionalidad estricto, pero tampoco si se introduce la quiebra de éste. Los costes de agencia socio-sociedad se elevan cuando el socio de control ostenta más derechos de voto que económicos, pero también se eleva el riesgo de atrincheramiento de los administradores en las sociedades de capital disperso donde no existe dicho socio.

Existen tantos argumentos a favor de la ruptura del principio de proporcionalidad como en contra de él, por ello, tras un análisis pormenorizado llegábamos a la conclusión de que podía dejarse cierta libertad a cada sociedad para decidir que estructura de capital convenía mejor a sus intereses, siempre y cuando como contraparte se otorgara suficiente

protección a los minoritarios, para evitar así los posibles abusos que estos votos adicionales por lealtad pudieran causarles.

En esta línea y para poder avanzar en el análisis, presumimos con ciertas cautelas que el legislador partía de la premisa de que nuestro ordenamiento otorgaba dicha protección, y por ello se podían introducir las acciones de lealtad, no como una imposición a las sociedades cotizadas, sino como un instrumento al servicio de las mismas.

Sin embargo, nos topamos con toda una problemática adicional relativa al cómputo del voto adicional por lealtad en la obligación de formular OPAs al alcanzar los umbrales establecidos. Comprobamos también que las acciones de lealtad pueden incluso suponer un obstáculo para el éxito de las OPAs y por tanto una merma de la protección de los intereses de los accionistas minoritarios, a quienes se arrebató la posibilidad de salida de la cotizada a un precio justo ante un cambio efectivo en el control de la compañía. En este sentido analizamos tanto los cambios que van a producirse por el cómputo nuevo de votos y redistribuciones de poder, como las deficiencias del Anteproyecto en esta regulación, haciendo una comparativa con la regulación francesa e italiana y sugiriendo la introducción de disposiciones similares a las que estos ordenamientos prevén.

Por todo lo anterior llegamos a la conclusión de que las acciones de lealtad iban a generar toda una serie de problemas en su aplicación dentro de las sociedades y no quedaba claro si iban a cumplir con la finalidad para la que están previstas. Así, consideramos necesario hacer un análisis más general relativo a su inserción en todo el conjunto de nuestro ordenamiento, y de otras posibles motivaciones del legislador para decidir regular las acciones de lealtad, al margen de las explicadas en el Anteproyecto. En este sentido sí que encontramos motivos de peso para la introducción de las *loyalty shares* en el derecho societario español, ya que éstas no sólo suponen una vía para la privatización de compañías extremadamente beneficiosa para el Estado, sino que además pueden llegar a convertirse en un instrumento que refuerce la competitividad del conjunto de nuestro ordenamiento, pudiendo atraer a compañías de otros Estados. Además, estudios recientes acerca de las acciones de lealtad en Francia indican que el éxito de las acciones de lealtad radica en ser el factor decisivo para que determinadas compañías (aquellas dónde los socios fundadores quieren mantener el control) comiencen a cotizar, y es en estas compañías donde no se generan ineficiencias en el largo plazo por las desigualdades en la distribución de los derechos de voto.

En definitiva, tenemos por un lado el beneficio general que supone introducir este instrumento, contrapuesto a las posibles ineficiencias que se generarían en el rendimiento a largo plazo de las cotizadas, así como a los problemas de aplicación que se manifestarían desde el primer momento.

Considero que las acciones de lealtad estudiadas en abstracto son un instrumento neutro, con capacidad de crear valor en el plano societario, pero también capacidad para destruirlo, y tal y como se regulan en el Anteproyecto es más probable que conllevaran más perjuicios que beneficios.

En este sentido, y como conclusión al trabajo, considero que la clave reside en la importancia de minimizar los efectos negativos de las acciones de lealtad en el funcionamiento a largo plazo de las sociedades, para lo cual planteo dos puntos esenciales; En primer lugar, exigir una serie de requisitos de transparencia y buen gobierno corporativo a todas aquellas sociedades que decidan incorporar las acciones de lealtad en sus estatutos (sobre todo a fin de minimizar los problemas de agencia con los socios de control). En segundo lugar, solventar todas las deficiencias técnicas del Anteproyecto, siendo las principales el regular con precisión quién va a poder ser titular de estos votos adicionales, así como una regulación más extensa en lo concerniente a las OPAs.

Si todo esto se valorara a la hora de llevar a cabo la tramitación definitiva del Anteproyecto, considero que las acciones de lealtad serían un instrumento útil en la vida de nuestras sociedades, pero no porque incentivarán la implicación de todos los accionistas en el largo plazo, sino porque considero que se crea valor y se fomentan las inversiones en innovación al dar un poder adicional (y por supuesto controlado) y plazos grandes de actuación a aquellos socios que quieren gestionar e involucrarse en el control de las sociedades.

6.BIBLIOGRAFÍA

6.1 Legislación

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

Comisión Europea, “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”. COM(2012) (12 de diciembre de 2012)

Directiva 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 (DOUE 17 de mayo de 2017).

Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores. (BOE 13 de abril de 2007)

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

6.2 Obras doctrinales e informes institucionales

Baixauli Soler, J. S., “El problema del free-rider en las tomas de control y la regulación de las OPAs”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol.10, n.2, 2004, pp-141-158.(Disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/1032022.pdf>)

Belot, F., Ginglinger, E. & Starks, L-T., “Encouraging Long-Term Shareholders: The Effects of Loyalty Shares with Double Voting Rights” (October 25, 2019). *Université Paris-Dauphine Research Paper*, n. 3475429; *Proceedings of Paris December 2019 Finance Meeting EUROFIDAI – ESSEC*, 2019. (Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3475429>)

Bukart y Lee (2008, pp. 1-49), Adams y Ferreira (2008, pp. 51 y ss.) [*non vidi*, citado por Sáez Lacave,I., “Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto”, *InDret*, 2011,pp.4,23. (Disponible en: https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/804_es.pdf)]

Cenzi Venezze, F., “The Costs of Control-Enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatization of State-Owned Firms in Europe”, Harvard Law School LLM Paper, 2013. (Disponible en: <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:10985156>)

Corporate Finance Institute, “American Depositary Receipts (ADR), Negotiable security instruments representing shares in a foreign company”.(Disponible en: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/american-depository-receipts/>)

Council of Institutional Investors., “Dual-Class Stock”, 2020. (Disponible en: https://www.cii.org/dualclass_stock)

Easterbrook, F. y Fischel, D., “Sociedades Anónimas cerradas y costos de agencia”, *Themis-Revista de Derecho*, volumen 59, 2011,. (Disponible en: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9094>)

Emisores Españoles, “Alegaciones de Emisores Españoles al Anteproyecto de ley por la que se modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”), 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”, 2019. (Disponible en: <https://www.emisoresespanoles.es/documentos/informes-nacional-31.pdf>)

Fedderke, J-W. and Ventoruzzo, M., “The Biases of an 'Unbiased' Optional Takeovers Regime: The Mandatory Bid Threshold as a Reverse Drawbridge” *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper* n. 304/2016; *Penn State Law Research Paper* n. 17-2015; *Bocconi Legal Studies Research Paper* n. 2706602., 2015. (Disponible en: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2706602>)

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-Ley núm.91, de 24 de junio”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, n.65, 2016, pp.173-203. (Disponible en: <http://eds.b.ebscohost.com/eds/detail/detail?vid=0&sid=d4a447f5-95ef-4111-81a6-15a6a215470e%40sessionmgr103&bdata=Jmxhbm9ZXMmc210ZT11ZHMtbG12ZSZzY29wZT1zaXRl#AN=120298730&db=a9h>)

García de Enterría, J., “Proporcionalidad entre capital y voto: mecanismos de quiebra del principio y su fundamento societario”, *Cuadernos de la Cátedra de Garrigues*, n.4, 2015, pp.4-9.(Disponible en: https://www.comillas.edu/documentos/catedras/garrigues/C4_Catedra%20Garrigues_v4.pdf)

García Roldán, M. “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”, *Actualidad Jurídica de Uría Menéndez*, 2018, pp 165-171. (Disponible en https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5815/documento/foro_por_03.pdf?id=7891)

García Valdecasas, J-A., “Sobre las futuras acciones de lealtad en la legislación española: críticas a su posible introducción” *Notarios y Registradores*, 16 de septiembre de 2019. (Disponible en: <https://www.notariosyregistradores.com/web/secciones/oficina-mercantil/estudios-o-m/acciones-de-lealtad-critica-a-su-possible-introduccion-en-espana/>)

Gilson Ronald, J., Black ,B-S., “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets”, *Journal of Financial Economics*, vol. 47,1998,pp.243-277 (Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=46909>)

Gurrea Martínez, A., “Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas”, *Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas*, volumen 4/2019, 2019. (Disponible en SSRN: <https://www.ssrn.com/abstract=3400708>)

Gurrea-Martínez, A., “Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country Specific Response to a Global Debate”, *Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper* ,vol.3/2019; *Singapore Management University School of Law Research Paper*, n.32, 2019. (Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3397880>)

Han, A., “The Facebook IPO's Face-Off With Dual Stock Structure”, *University of Michigan Journal of Law Reform Caveat*, vol.45, n.1, 2012. (Disponible en:

https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=mjlr_caveat)

Herrero Morant, R. “El fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de las sociedades cotizadas a raíz de la Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2007/35/CE”, *LA LEY mercantil*, Sección Sociedades, n. 35, 2017, pp 3-27.

Informe conjunto Comisión Nacional del Mercado de Valores-Banco de España, “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones”, (2007).(Disponible en: [https://www.bde.es/f/webbde/SPA/sispago/ficheros/es/Informe conjunto CNVM BdE.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/SPA/sispago/ficheros/es/Informe_conjunto_CNVM_BdE.pdf))

Laurence Fink (2016), Estudio de McKinsey (2013),[non vidi, citado por Belot, F., Gingliner, E., Starks, L-T.]

Lennarts & Koppert-van Breek, [non vidi, citado por Mosca,C., “Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge edge Between Tenured Voting and Takeover Law”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, vol.8, n.2, 2019.Disponible en: <https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1085&context=mbelr>)]

León Sanz, F-J. “Las operaciones con partes vinculadas en las sociedades anónimas cotizadas”, *Almacén de Derecho*, 2017.(Disponible en: <https://almacenederecho.org/las-operaciones-partes-vinculadas-las-sociedades-anonimas-cotizadas-segun-la-directiva-200736ce/>)

Mosca,C., “Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge edge Between Tenured Voting and Takeover Law”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, vol.8, n.2, 2019, pp 246-279. (Disponible en: <https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1085&context=mbelr>)

OECD., “Lack of Proportionality between Ownership and Control: Overview and issues for discussion.”,2007. (Disponible en: <https://www.oecd.org/daf/ca/40038351.pdf>)

Palá Laguna, R. “Anteproyecto de Ley de 24 de mayo del 2019 por el que se adapta el Derecho español a la Directiva (UE) 2017/828 respecto al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de la sociedad cotizada”, *Publicaciones GA_P*, 2019. (Disponible en: <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2019/05/Anteproyecto-de-Ley-de-24-de-mayo-del-2019-por-el-que-se-adapta-el-Derecho-espa%C3%B1ol-a-la-Directiva-UE-2017-828.pdf>)

Palá Laguna, R., “Cuestiones a propósito del sistema de la fecha de registro (artículo 179.3 LSC) y la legitimación del accionista en la junta general”, *Publicaciones GA_P*, 2019. (Disponible en: <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2019/09/Cuestiones-a-prop%C3%B3sito-del-sistema-de-la-fecha-de-registro.pdf>)

Ringe,W-G., “Deviations from Ownership-Control Proportionality – Economic Protectionism Revisited”,Oxford Legal Studies Research Paper, n. 23/2011, 2010.

(Disponible en:SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1789089>)Sáez Lacave,I., “Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto”, *InDret*, 2011. (Disponible en: https://indret.com/wp-content/themes/indret/pdf/804_es.pdf)

Ventoruzzo, M. “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”. *Bocconi Legal Studies Research Paper* n. 2574236; *Penn State Law Research Paper* n. 3-2015; *ECGI - Law Working Paper* n. 288/2015, 2015. (Disponibile en
SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2574236)