



FACULTAD DE DERECHO

**LAS ACCIONES DE LEALTAD:
FUNCIONALIDAD Y RÉGIMEN JURÍDICO.**

Autor: Jorge Núñez-Lagos Torralba

5° E-3B

Derecho Mercantil

Director: Fernando Vives Ruiz

Madrid

Abril de 2020

RESUMEN.

Para muchos la visión cortoplacista de sociedades e inversores ha sido uno de los principales detonantes de la crisis financiera de 2008. Existe una mayoría que considera que los comportamientos especulativos de algunos inversores han causado grandes deficiencias en nuestro sistema financiero. Pese a la ausencia de evidencia empírica que corrobore esta aproximación, se trata de una idea que ha triunfado. La alternativa sugerida es el fomento de los comportamientos y la visión a largo plazo en el comportamiento de las sociedades y los inversores, para lo que se ha subrayado la necesidad de distintas medidas e incentivos: fiscales, de información, regulatorios y, también, societarios.

Las *loyalty shares* son uno de los diseñados en el campo del Derecho societario para fomentar la implicación de los socios en el largo plazo de las compañías en las que invierten, a través de la concesión de ventajas corporativas. Su fundamento parte de la ruptura del principio de proporcionalidad entre el valor nominal de las acciones y el derecho de voto en sede de las sociedades anónimas, concediendo a los socios leales el privilegio de un mayor porcentaje de voto. Han sido varios los ordenamientos europeos que las han reconocido. En España, cuando se redacta este trabajo, está en tramitación un proyecto normativo que prevé su introducción. Su previsión es una cuestión de política legislativa que merece un profundo análisis y la adecuada ponderación de los distintos intereses en juego.

Palabras clave: acciones de lealtad, largo plazo, gobierno corporativo, principio de proporcionalidad, sociedad anónima cotizada, Ley de Sociedades de Capital (LSC), textos proyectados.

ABSTRACT.

For many, the short-term vision of companies and investors has been one of the main triggers of the 2008 financial crisis. There is a majority that considers that the speculative behaviour of some investors has caused great deficiencies in our financial system. Despite the absence of empirical evidence to corroborate this approach, it is an idea that has triumphed. The alternative suggested is to encourage the long-term vision in the behaviour of companies and investors, for which the need for different measures and incentives (fiscal, information, regulatory and corporate) has been highlighted.

Loyalty shares involve partners in the long term of the companies in which they invest, through the granting of corporate advantages. The main problem of loyalty shares deals with their incompatibility with the one share, one vote principle as they grant loyal partners the privilege of a higher percentage of vote. They have been recognised by several European systems. In Spain, at the time of writing this work, a draft regulation is in the process of being passed. The introduction of loyalty shares is a matter of legislative policy that deserves in-depth analysis and the appropriate weighting of the different interests at stake.

Keywords: *loyalty shares, long-term, corporate governance, proportionality principle, listed company, corporate law, draft law.*

ÍNDICE.

1. INTRODUCCIÓN.....	8
2. EL LARGO PLAZO Y LAS SOCIEDADES DE CAPITAL.....	9
2.1. El problema del cortoplacismo y la propuesta del largo plazo.....	9
2.2. El Foro de Davos y la concepción de capitalismo.....	10
2.3. La apuesta de los inversores institucionales por el largo plazo.....	11
2.4. Las recientes medidas de la Unión Europea de fomento del largo plazo.....	14
2.5. La evolución del Código de Buen Gobierno Español.....	16
2.6. El largo plazo en el derecho de sociedades español.....	17
3. MEDIDAS NORMATIVAS PARA FAVORECER EL LARGO PLAZO.....	18
3.1. Incentivos que favorecen el largo plazo.....	18
3.2. Medidas fiscales.....	19
3.3. Medidas de información.....	20
3.4. Medidas que afectan a los inversores institucionales.....	20
3.5. Medidas de derecho societario.....	22
3.5.1. <i>Las loyalty shares: su concepto y fundamento.....</i>	<i>22</i>
3.5.2. <i>Los dividendos por fidelidad.....</i>	<i>23</i>
3.5.3. <i>Participaciones por fidelidad.....</i>	<i>25</i>
4. LAS ACCIONES DE LEALTAD Y SU INCOMPATIBILIDAD CON EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL: EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD.....	27
4.1. El principio de proporcionalidad en el ordenamiento jurídico español.....	28
4.2. El cambio de criterio de la Unión Europea con respecto al principio de proporcionalidad.....	31
4.3. Los diferentes efectos de la ruptura del principio de proporcionalidad: las sociedades continentales de capital concentrado vs. las sociedades anglosajonas de capital disperso.	32

5. VALORACIÓN DE LA INTRODUCCIÓN DE LAS LOYALTY SHARES.	33
5.1. La ruptura de la proporcionalidad entre inversión y derecho de voto para conseguir el refuerzo de la estabilidad accionarial. El problema especial de las estructuras de capital concentrado.	33
5.2. La concentración accionarial y el agravado problema de agencia.	36
5.3. El poder de alineación de las decisiones de los administradores con el largo plazo.....	37
5.4. La pérdida de control sobre los administradores: la obstaculización del mercado de control corporativo.....	37
5.5. Las <i>loyalty shares</i> y las sociedades con capital disperso.....	38
5.6. El punto de vista de los inversores y el impacto negativo sobre la valoración de la sociedad.	39
5.7. La competencia legislativa entre estados.....	40
5.8. Una referencia especial a la admisión de sociedades a Bolsa y las <i>loyalty shares</i>	41
5.9. Las <i>loyalty shares</i> : una cuestión de política legislativa.....	42
6. LAS ACCIONES DE LEALTAD EN EL DERECHO COMPARADO.	42
6.1. Italia: el <i>Decreto competitività</i>	42
6.2. Francia: la <i>Loi Florange</i>	44
7. EL PROYECTO DE INTRODUCCIÓN DE LAS LOTALTY SHARES EN EL DERECHO ESPAÑOL	45
7.1. Configuración como una excepción al principio de proporcionalidad entre valor nominal y derecho de voto.	46
7.2. Cuantía del privilegio.....	47
7.3. Adquisición del derecho al voto doble. Periodo de titularidad ininterrumpida.	47
7.4. La eficacia constitutiva del registro especial de acciones con voto doble.	50
7.5. La pérdida del voto doble.	52
7.5.1. <i>La transmisión de acciones</i>	52
7.5.2. <i>La renuncia</i>	55

7.6. El cómputo del voto doble.	55
7.7. Comunicación de las participaciones significativas.	57
7.8. Coordinación con el régimen de las OPAS.	57
7.9. La introducción de las acciones de lealtad en una sociedad.	59
7.10. La supresión de las acciones de lealtad.	61
7.11. Las acciones de lealtad en las salidas a bolsa.	62
8. CONCLUSIONES.....	64
9. BIBLIOGRAFÍA.....	67

LISTADO DE ABREVIATURAS.

- Art./arts Artículo/artículos
- C.Com Código de Comercio
- CC Código Civil
- LSC Ley de Sociedades de Capital
- RSC Responsabilidad Social Corporativa
- UE Unión Europea
- TRLMV Texto Refundido de la Ley de Mercado Valores
- RRM Reglamento del Registro Mercantil
- OPA Oferta Pública de Adquisición
- *CEM* *Control Enhancing Mechanisms*
- CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores
- *TUF* *Testo Unico della Finanza*
- *CCo* *Code de Commerce*

- Textos proyectados Anteproyecto de Ley y versión del Proyecto a la que hemos tenido acceso que introducen las *loyalty shares*

- p. Página
- pp. Páginas

1. INTRODUCCIÓN.

Este trabajo analiza el origen, los tipos, la idoneidad y la regulación de las denominadas acciones de lealtad o *loyalty shares*, que ya han sido reconocidas en algunos países de nuestro entorno.

Se aborda, en primer lugar, la tendencia actual favorable a alinear los objetivos de las empresas con el largo plazo y el comportamiento de los inversores. En segundo lugar, se destacan los mecanismos legales que existen para fomentar el largo plazo y su viabilidad en el ordenamiento jurídico español. Tras ello, el trabajo se centra en el estudio de los distintos mecanismos para la concesión de privilegios por lealtad en el derecho español y, en particular, en la viabilidad del voto doble.

El análisis se centra en las dificultades de política legislativa que plantea la compatibilidad de las acciones de lealtad con el principio de proporcionalidad entre valor nominal de las acciones y el derecho de voto y en los principales aspectos a tener en cuenta en su regulación para lo que se ha prestado especial atención a la adecuación de su régimen jurídico con el general aplicable a las sociedades de capital, al tratamiento legal que se le ha dado en los países de nuestro entorno y al texto proyectado en España.

2. EL LARGO PLAZO Y LAS SOCIEDADES DE CAPITAL.

2.1. El problema del cortoplacismo y la propuesta del largo plazo.

Las causas de la crisis financiera de 2008 han sido objeto de muchos análisis doctrinales, tanto en el campo de la economía como en el de la regulación y el derecho. No han sido pocos los que la han atribuido principalmente a las políticas cortoplacistas y a la especulación, denunciando que la búsqueda de rentabilidades tempranas compromete la sostenibilidad empresarial a largo plazo. La confrontación entre el largo y el corto plazo no es solo un problema conceptual, sino que es parte relevante de los conflictos de interés en el seno de las sociedades: entre socios y administradores, socios mayoritarios y socios minoritarios, socio de control e inversores institucional, socios y trabajadores, etc.¹.

Todo ello ha propiciado la aparición de una nueva tendencia: el largo plazo como la solución de convergencia que engarza el gobierno de las sociedades con un nuevo concepto de capitalismo, el llamado capitalismo sostenible, que realza la importancia de los *stakeholders*.

No obstante, hay autores que consideran que la tendencia a apostar por el largo plazo es muy atractiva desde diversos puntos de vista, pero el cortoplacismo no es la única ni principal explicación de la crisis financiera de 2008. Es más bien una forma de simplificar el problema y de eludir responsabilidades institucionales y políticas. En realidad, influyeron muchos otros factores, como los excesos de los operadores económicos, los escasos sistemas de control o la endeble gobernanza institucional. Además, no existe evidencia empírica, ni siquiera lógica, de que toda actuación a corto plazo sea necesariamente mala a largo plazo, lo que exige evitar la simplificación de la incompatibilidad entre ambos horizontes temporales². Otros autores rechazan las acusaciones generalizadas sobre el corto plazo e incluso cuestionan la idoneidad de las

¹ Fernández Del Pozo, L., “Fidelización del socio mediante la concesión de ventajas corporativas. Dinámica de juegos y cortoplacismo”, *LA LEY mercantil*, n. 54, 1 de enero de 2019, pp. 3-4.

² Vives Ruiz, F., “El propósito de las sociedades y el paradigma del largo plazo”, *LA LEY mercantil*, n. 61, septiembre 2019, p. 2.

políticas corporativas fundamentadas en el largo plazo³.

2.2. El Foro de Davos y la concepción de capitalismo.

La revisión del modelo capitalista se ha situado en el centro del debate político e institucional. En el marco del Foro de Davos⁴, se ha defendido el capitalismo sostenible como el nuevo modelo hacia el que converger, siguiendo la línea de otras propuestas similares, como las del premio Nobel de economía *Joseph Stiglitz* (capitalismo progresista) o la senadora demócrata *Elisabeth Warren* en su *Accountable Capitalism Act* (capitalismo responsable).

El presidente y fundador de *The World Economic Forum*, *Klaus Schwab*, ha apostado públicamente por una tercera vía, entre el capitalismo de accionistas y el capitalismo de Estado: el denominado *stakeholder capitalism*. En el Manifiesto Davos 2020 se propone esta alternativa como el propósito universal de las empresas en la cuarta Revolución Industrial. El objetivo de las empresas tiene que armonizar los intereses de todos los *stakeholders* creando un compromiso común que busque la prosperidad a largo plazo de las empresas mediante una creación de valor compartido y sostenible⁵. Es difícil no estar de acuerdo, desde una aproximación ética, con estos nuevos conceptos y, sin embargo, tampoco parece que exista una vinculación causa-efecto que permita afirmar que toda política que persiga la rentabilidad a corto plazo, impulsada por los accionistas,

³ Roe, M., J., “Corporate Short-Termism- In the Boardroom and in the Courtroom”, *The Business Lawyer*, Vol. 68, agosto de 2013, pp. 992-1003, 1005-1006 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2239132); “Stock Market Short-Termism’s Impact”, ECGI Working Paper Series in Law, No. 426/2018, noviembre 2018, pp. 44-47 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171090). Así como: Aghion, P., Van Reenen, J., Zingales, L., “Innovation and Institutional Ownership”, *American Economic Review*, Vol. 13, No.1, 2013, pp. 302-303 (disponible en <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/aer.103.1.277>); Bebchuk, L. “The myth that insulating boards serves long-term value”, *Columbia law review*, Vol. 113, octubre de 2013, pp. 48-49 (disponible en https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/30006173/Bebchuk_755.pdf?sequence=1).

⁴ El Foro Davos o *World Economic Forum* es una fundación sin ánimo de lucro que reúne anualmente a los principales líderes políticos, empresariales etc. para tratar los principales problemas que acechan al mundo.

⁵ Schwab, K., “El propósito universal de las empresas en la Cuarta Revolución Industrial”, *Manifiesto Davos 2020*, 2 de diciembre de 2019 (disponible en <https://es.weforum.org/agenda/2019/12/manifiesto-de-davos-2020-el-proposito-universal-de-las-empresas-en-la-cuarta-revolucion-industrial/>).

perjudique al resto de *stakeholders*.

2.3. La apuesta de los inversores institucionales por el largo plazo.

Por otro lado, en gran medida, se suele culpabilizar de la crisis financiera a las políticas cortoplacistas de los inversores institucionales, pero lo cierto es que entre ellos cabe apreciar diferencias significativas: no todos tienen el mismo perfil inversor ni persiguen los mismos objetivos. Tampoco se puede afirmar categóricamente que apliquen, en todo caso, políticas cortoplacistas. En la categoría de los inversores institucionales cabe identificar figuras tan diversas como los *hedge funds*, los fondos de índices, los fondos de pensiones, etc. Cada uno de esos grupos tienen objetivos diferentes y, aun dentro de cada uno de ellos, cabría identificar políticas muy diversas. No se puede afirmar, por todo ello, que el objetivo de los inversores institucionales sea, en todo caso, la especulación societaria⁶.

Lo que sí es una realidad es el aumento de su peso y relevancia tanto en el panorama internacional (controlan un porcentaje superior al 50% de la capitalización bursátil mundial) como nacional: entre inversores institucionales, nacionales y extranjeros, se estima una participación del 50% en el capital de las sociedades cotizadas españolas, en 2016⁷. Al cierre de 2018, los inversores institucionales nacionales gozaban de un 14,2 % de la capitalización del IBEX 35, y los inversores extranjeros (en su mayoría institucionales), de un 48,1%⁸.

Volviendo a las diferencias entre los distintos grupos de inversores institucionales, algunos de ellos han expresado un creciente interés por el propósito y la sostenibilidad

⁶ Vives Ruiz, F., “El propósito de las sociedades y el paradigma del largo plazo”, *op. cit.*, pp. 3-4.

⁷ Roncero Sánchez, A., “La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica”, Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros*, Iustel, 2018, pp. 747-748.

⁸ Servicios de estudios BME, “Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas”, Julio 2019, p. 2. (disponible en <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5343-La-mitad-de-la-Bolsa-espa%C3%B1ola-ya-est%C3%A1-en-manos-de-los-no-residentes>).

de las empresas en las que invierten.

Los *Big Three* (*BlackRock*, *Vanguard* y *State Street Global Advisors*) abogan por un mayor compromiso en las empresas en las que invierten, principalmente por el incremento de sus participaciones en sociedades cotizadas; para solventar los problemas de gobierno corporativo de las compañías con bajo rendimiento en las que han invertido, al no poder influir de otra forma debido a su método de gestión pasiva, y para alinearlos con su perspectiva de inversión a largo plazo⁹.

En este sentido, el *CEO* de *BlackRock*, *Larry Fink*, apostó en varias cartas dirigidas a los *CEOs* de las empresas más importantes del mundo, por lograr no solo resultados financieros positivos, sino también una aportación positiva para la sociedad. *Larry Fink* considera, desde su perspectiva de inversor institucional, de vital importancia invertir en compañías con las que comparta un propósito y un nuevo modelo corporativo que se base en la visión a largo plazo y no en la consecución de resultados económicos trimestrales¹⁰.

Por su parte, la carta dirigida a los accionistas que recoge el Informe de 2018 sobre administración de inversiones de *Vanguard* pone de relieve que cada vez invierte con mayor frecuencia en compañías con objetivos en el largo plazo, la sostenibilidad, y la supervisión de los riesgos. Por ello, *Vanguard* destaca como parte de uno de sus cuatro pilares de inversión el valor económico a largo plazo¹¹.

Una de las prioridades de *State Street Global Advisors* es la de participar activamente en los esfuerzos por apoyar la estabilidad a largo plazo de los mercados de capitales. A través de su participación en la iniciativa *Embankment Project for Inclusive Capitalism* (*EPIC*)¹² trabajan para ayudar a desarrollar instrumentos de información con el objetivo

⁹ Bebchuk, L., Hirst, S., “Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy”, *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 433/2018, Febrero 2020, pp. 2046-2048, (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3282794).

¹⁰ Fink, L., “Letter to CEOs”, 2018 y 2019 (disponible en <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> y <https://www.ft.com/content/4d36db4e-1a6b-11e9-9e64-d150b3105d21>).

¹¹ Booraem, G., “Una carta a los accionistas de nuestros fondos”, *Informe Anual de Administración de Inversiones*, 15 de agosto de 2018, p. 2. (disponible en <https://static.vgcontent.info/crp/intl/avw/mexico/documents/inv-stew-annual-reports-mx-es.pdf>).

¹² Se trata de un proyecto llevado a cabo por una organización sin ánimo de lucro compuesta por alrededor

de medir y comunicar mejor el valor a largo plazo que crean para los accionistas. Además, como miembros de *Focusing Capital on the Long Term (FCLT)* se interesan por conseguir que los mercados de capitales tengan un enfoque a largo plazo.

Sin embargo, el acuerdo sobre los objetivos no supone, necesariamente, un acuerdo sobre las medidas a adoptar para conseguirlos. Así, por ejemplo, *State Street* se opone expresamente a cualquier ruptura del principio *one share, one vote*, pues considera que se trata de una herramienta fundamental para que las juntas de accionistas y los equipos de gestión busquen el rendimiento a largo plazo de las compañías¹³. Otros consideran, sin embargo, que la ruptura siquiera temporal de ese principio puede incentivar el alineamiento entre accionistas y sociedades en la búsqueda de objetivos a largo plazo. Entre los instrumentos que rompen con el principio *one share, one vote*, están, precisamente, las acciones de lealtad a las que este trabajo se refiere.

La doctrina que más ha tratado este asunto¹⁴, considera que los inversores institucionales se involucran en las empresas en las que invierten en la medida en que tengan incentivos suficientes para hacerlo. Así, durante los últimos años, un tipo de inversor institucional (principalmente los *hedge funds*) ha aumentado su activismo accionarial, mientras que los inversores tradicionales (sobre todo los fondos y sociedades de inversión, fondos de pensiones y compañías aseguradoras) se mantienen pasivos al respecto, cumpliendo formal, pero no materialmente, con las medidas que se les imponen. En este sentido, explica que, en el entorno que nos rodea, la implicación en las sociedades no pertenece al modelo de negocio de los inversores tradicionales, que suelen estar más interesados en el largo plazo, pero sí de otros que, generalmente, abogan por políticas socialmente no deseadas como las cortoplacistas (*hedge funds*). En consecuencia, se está fomentando la involucración en el gobierno de las sociedades cotizadas de un inversor institucional no deseado y desalentando la participación de uno deseado.

de 30 empresas de diversos sectores con el fin de corregir las externalidades negativas que puede provocar el capitalismo (disponible en <https://www.law.nyu.edu/sites/default/files/Forester%20de%20Rothschild%20Lynn%20-%20The%20Embankment%20Project%20for%20Inclusive%20Capitalism.pdf>).

¹³ State Street Global Advisors, “Stewardship Report”, 2017, pp.54-56.

(disponible en <https://www.ssga.com/global/en/about-us/asset-stewardship.html>).

¹⁴ Roncero Sánchez, A., “La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica”, *op. cit.*, pp. 767-776.

En relación con esta idea, y en contra de lo que se suele pensar, hay autores que afirman que no hay evidencia empírica de que los *hedge funds* produzcan efectos adversos en el largo plazo de las empresas en las que invierten¹⁵. Es más, pueden ser de gran utilidad en la medida en que corrigen las ineficiencias de las inversiones realizadas por los directivos que invierten en exceso¹⁶. En todo caso, no parece que sobre este punto pueda decirse que haya una conclusión con el suficiente consenso e incluso los que señalan las consecuencias nocivas de la inversión de los *hedge funds* no coinciden en algunas de ellas¹⁷.

2.4. Las recientes medidas de la Unión Europea de fomento del largo plazo.

En este contexto, la Unión Europea ya se ha alineado decididamente con el largo plazo y con el fomento de medidas que buscan aumentar el *engagement* de los inversores en las compañías.

Desde este punto de vista, destaca la Directiva 2017/828 sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas¹⁸, que establece medidas relativas a la identificación de los accionistas, la transmisión de información, el ejercicio de los derechos de los accionistas, la transparencia en las políticas de los inversores

¹⁵ Bebhuk, L., Brav, A., Jiang, W., “The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism”, *Columbia Law Review*, 2015, pp. 1154-1155 (disponible en <https://columbialawreview.org/wp-content/uploads/2016/04/Bebchuk-Brav-Jiang.pdf>).

¹⁶ Bebhuk, L., Hirst, S., “Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy”, *op.cit.*, pp. 2135-2137.

¹⁷ Coffee, J.C., Palia, D., “The Wolf at the door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 41, Working Paper No. 521, 4 de septiembre de 2015, p.4. (disponible en https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2929&context=faculty_scholarship).

Así como: Anabtawi, I, Stout, L., A., “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”, *Cornell Law Faculty Publications*, Working Paper No. 718, marzo de 2008, pp.1278-1290, 1283-1292 (disponible en <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1825&context=facpub>); Lipton, M., Rosenblum, S., Wachtell, Lipton, Rosen & Katz “Do activist Hedge Funds Really Create Long Term Value?”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 22 de julio de 2014, (disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/07/22/do-activist-hedge-funds-really-create-long-term-value/>).

¹⁸ 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, DOUE L32, 20.5.2017.

institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto (*proxy advisors*), la remuneración de los administradores y las operaciones con partes vinculadas. Desde su publicación, su objetivo ha sido alinear los intereses de diversos actores con el largo plazo, como se subraya desde la elección misma de su título: “(...) *la implicación a largo plazo de los accionistas*”. Además, las sucesivas modificaciones europeas en esta materia, han ahondado en este objetivo: se exige, por ejemplo, a los inversores institucionales y a los gestores de activos el cumplimiento de requisitos adicionales en sus políticas de *engagement* y revelar anualmente cómo los principales elementos de su estrategia de inversión contribuyen al rendimiento de sus activos a medio y largo plazo. Respecto de los asesores de voto o *proxy advisors*, se añade que deberán adherirse a un código de conducta y demostrar que sus recomendaciones de voto son precisas y fiables. Por último, los accionistas podrán votar en la política de remuneración de los directivos con el objetivo de crear una relación directa entre el salario y el rendimiento de los directivos de las empresas¹⁹.

Desde la perspectiva de la demanda de servicios financieros, la directiva MIFID II trata de asegurar la idoneidad de los inversores al invertir en productos financieros²⁰. El gestor de inversiones deberá de conocer mejor a su cliente, a través de la formulación de varias preguntas con el fin de proponerle un producto financiero acorde con sus intereses y perfil, lo que le obligará a informarse y a adquirir los conocimientos adecuados sobre los productos financieros. Este proceso puede permitir una mayor identificación de los inversores con las sociedades en las que invierten y con su evolución en el largo plazo²¹. También se ha identificado una correlación positiva suficiente entre el cuidado del medioambiente –objetivo de especial preocupación en estos momentos- y el largo plazo²². Por ello, la Comisión Europea ha impulsado un Plan de Acción de Finanzas

¹⁹ BNY Mellon, “Shareholder Rights Directive II (SRD II). Regulatory summary”, 2019, (disponible en https://www.bnymellon.com/emea/en/_locale-assets/pdf/our-thinking/shareholder-rights-directive-ii-regulatory-summary.pdf)

²⁰ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, DOUE L173, 12.6.2014.

²¹ Garralda, J., “La influencia del inversor institucional en la RSC de la empresa: La perspectiva de las grandes empresas españolas”, p. 25, (disponible en: https://www.fundacionseres.org/Repositorio%20Archivos/Informes/INFORME_INVERSION_10.pdf).

²² Vives Ruiz, F., “El propósito de las sociedades y el paradigma del largo plazo”, *op. cit.*, p. 4.

Sostenibles²³ que pretende adaptar todos los productos financieros a una serie de requisitos medioambientales sin comprometer otros objetivos sociales.

2.5. La evolución del Código de Buen Gobierno Español.

La evolución de las recomendaciones de buen gobierno en España y, en especial, algunas de las más relevantes novedades del Código de Buen Gobierno de 2015 y de sus posteriores propuestas de reforma muestran, también, su alineamiento con los conceptos de largo plazo y sostenibilidad empresarial²⁴.

La referencia al largo plazo en relación con el interés social se incluyó, expresamente, en la recomendación 12 del Código de Buen Gobierno de 2015, como “(...) *la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa*”. Además, se señala que dicho interés social deberá de intentar alinearse con el del resto de los *stakeholders*, siguiendo así la teoría contractualista, aunque corregida, que identifica el interés social con el interés de los accionistas, pero que, en su consecución, debe tener en cuenta los intereses de todos los grupos de interés.

El pasado 15 de enero, la CNMV²⁵ inició el trámite de consulta pública de la propuesta de modificación de determinadas recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. Entre otras cosas, la propuesta de reforma actualiza el concepto de sostenibilidad que tenía el anterior código. Se introduce el concepto *ESG* (*Environmental, Social and Governance*) para hacer referencia al ámbito

²³ Se trata de un informe publicado en marzo de 2018 que busca alinear los intereses financieros europeos con los objetivos medioambientales y de desarrollo sostenible definidos por la UE (disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf)

²⁴ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017, p. 34.

²⁵ El período de consulta pública concluyó el pasado 14 de febrero sin que en la página web de la CNMV se haya informado de la realización de trámites posteriores (disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/CT_ConсультаCBG_2020.pdf). Para ver los comentarios realizados: https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/Coments_CT_ConсультаCBG_2020.pdf.

medioambiental, social y de gobierno corporativo en sustitución del término RSC. Para contribuir a definir la estrategia y para supervisar las materias relacionadas con *ESG*, se recomienda la creación de una comisión del consejo con esa finalidad, compuesta exclusivamente por consejeros externos, siendo al menos dos de ellos independientes. De sus competencias se recomienda, sin embargo, excluir la relativa a la información y riesgos no financieros, quedando éstos en manos de la Comisión de Auditoría (propuesta de modificaciones de las recomendaciones 53, 54 y 55).

Por otro lado, se propone la supresión, en la recomendación 6, de publicar en la página web de la sociedad el informe relativo a la política de RSC, puesto que dicha información ya se recoge en el estado de información no financiera al que, con el mismo propósito, obliga la Ley 11/2018²⁶.

2.6. El largo plazo en el derecho de sociedades español.

En contraste, en el derecho de sociedades español, la única referencia que se hace al largo plazo de las sociedades de capital, en los términos comentados, se encuentra en el art. 217.4 LSC, en relación con la remuneración de los administradores: *El sistema de remuneración establecido estará orientado a promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad*. Todo parece indicar que dicho precepto, de carácter programático, será interpretado vinculando el largo plazo no solo al interés de los socios sino, también, el de la sostenibilidad de la compañía²⁷.

Sin embargo, uno de los riesgos de estas referencias es que sean interpretadas extensivamente y aplicadas de modo imperativo. La consideración normativa e imperativa del largo plazo como el único propósito de las sociedades puede conllevar graves consecuencias y, en última instancia, la atrofia del derecho de sociedades y su

²⁶ Manca, P. y Manchado R., “CNMV: Propuesta de modificación de determinadas recomendaciones de CBG”, enero 2020, (disponible en: <https://periscopiofiscalylegal.pwc.es/wp-content/uploads/2020/01/Periscopio-Modificaci%C3%B3n-recomendaciones-CBG-1.pdf>).

²⁷ Fernández Del Pozo, L., “La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (loyalty shares)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n. 152, octubre-diciembre 2018, S.P., “El nuevo paradigma de la sociedad de capital sostenible y el cortoplacismo del inversor”.

incapacidad para regular sociedades y realidades muy diversas. Por esta razón, resulta fundamental preservar el principio de la autonomía de la voluntad en el derecho de sociedades, pues nadie mejor que los operadores económicos puede definir qué políticas y estrategias convienen a una sociedad para lograr el propósito e interés social²⁸.

Sin embargo, estas reflexiones no entran en colisión con la conveniencia de que el derecho de sociedades facilite un menú de instituciones, de carácter dispositivo, que permitan adecuar el funcionamiento de las sociedades al largo plazo.

3. MEDIDAS NORMATIVAS PARA FAVORECER EL LARGO PLAZO.

3.1. Incentivos que favorecen el largo plazo.

Ya se ha señalado que el derecho imperativo en la regulación de las sociedades no es un instrumento idóneo para incentivar el comportamiento a largo plazo de los operadores económicos. La apuesta por el largo plazo debe partir de la confianza en una determinada empresa. En definitiva, la decisión de invertir a largo plazo depende de la confianza que tenga el inversor en una compañía. Y este comportamiento de los inversores institucionales no es solo una hipótesis teórica ya que, si así fuera, no podrían entenderse inversiones en compañías como *Amazon*, *Apple*, *Alphabet (Google)*, *Facebook* y *Microsoft* que, en sus planes de negocio no consideraban la obtención de beneficios significativos en sus primeros años de actividad. La confianza de los inversores en sus estrategias las ha situado entre las diez sociedades con mayor capitalización mundial, con unas ratios de capitalización superiores a cuarenta veces sus beneficios sociales.

La confianza en los planes de negocio es la base que permite el alineamiento de inversores y empresas con el largo plazo. Sin embargo, eso no quiere decir que normativamente no deban incentivarse comportamientos consistentes con esos objetivos a largo plazo. Estas medidas pueden ser fiscales, o regulatorias (p. ej. incentivos

²⁸ Vives Ruiz, F., “El propósito de las sociedades y el paradigma del largo plazo”, *op. cit.*, pp. 4-5.

medioambientales o de patentes, obligaciones de transparencia), dirigidas a los inversores institucionales o a las sociedades (p.ej. publicación de políticas e informes sobre cumplimiento y evolución de parámetros no financieros) y, también, societarias²⁹.

3.2. Medidas fiscales.

Desde el punto de vista fiscal, las políticas destinadas a paliar el problema del cortoplacismo y la especulación se deben fundamentar en un tratamiento diferenciado según el perfil de cada inversor y el horizonte temporal de la inversión³⁰.

Como ya propusieron algunos autores, podría ser adecuado introducir un gravamen sobre las transacciones de *securities* que desincentive la especulación. Se estaría utilizando este gravamen (como los del tabaco o el alcohol, por ejemplo) con la finalidad de disuadir de una conducta y no tanto con la de aumentar significativamente la recaudación.

Así, se podría desincentivar la especulación bonificando, con la aplicación de un tipo de gravamen más bajo, el rendimiento obtenido en inversiones a largo plazo. A la inversa, se podría optar por la penalización de las ganancias obtenidas a corto plazo, gravándolas con tipos impositivos más altos. A mi parecer, lo apropiado sería desincentivar la especulación a través de un menor gravamen en el largo plazo, y no penalizarla, pues el objetivo principal de estas medidas fiscales no es recaudatorio, sino el fomento de comportamientos que se alejen del cortoplacismo.

Cuestión distinta es qué periodo debe considerarse como largo plazo y, en este sentido, no parece que sea consistente con las ideas expuestas que el escalón de tributación que diferencia el corto y el largo plazo se sitúe en un año. Así, se podría ampliar el plazo, por ejemplo, de 12 a 24 meses.

²⁹ Vives Ruiz, F., “El propósito de las sociedades y el paradigma del largo plazo”, *op. cit.*, pp. 2 y 4-5.

³⁰ Fernández Del Pozo, L., “La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (loyalty shares)”, *op.cit.*, S.P., “El nuevo paradigma de la sociedad de capital sostenible y el cortoplacismo del inversor”.

También podría implantarse, en consistencia con el objetivo expuesto, un tipo temporal regresivo, de forma que se obtendría una disminución constante del tipo de gravamen a lo largo del tiempo. De este modo, a mayor *holding period*, menores impuestos en el momento de venta³¹.

3.3. Medidas de información.

La inversión a largo plazo también se puede favorecer mediante normas que establezcan una mayor transparencia informativa en relación con aspectos prospectivos, relacionados con la misión o el propósito de la empresa³², y no directamente con su evolución financiera. La obligación de preparar un estado de información no financiera es un claro ejemplo de ello³³. Se entiende que la elaboración de dicho estado y su votación en la junta general ordinaria de socios permiten contrastar el alineamiento de los objetivos de la sociedad con los de sus accionistas.

3.4. Medidas que afectan a los inversores institucionales.

La Directiva 2017/828 impone a los inversores institucionales, a los gestores de activos y a los asesores de voto, bajo el principio “cumplir o explicar”, medidas de transparencia para fomentar su implicación a largo plazo.

³¹ Duruigbo, E., “Trackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia”, *Kentucky Law Journal*, vol. 100, n. 3, 2012, pp. 547-549 y 557-558 (disponible en: <https://pdfs.semanticscholar.org/ef15/a414b326a44d8c2c7ac51ac47802632b27d7.pdf>).

³² Fernández Del Pozo, L., “La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (loyalty shares)”, *op.cit.*, S.P., “El nuevo paradigma de la sociedad de capital sostenible y el cortoplacismo del inversor”.

³³ Así resulta de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad (BOE núm. 314 de 29 de diciembre). Esta Ley incorpora al Derecho español la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad.

En relación con los inversores institucionales, éstos deberán publicar en su página web su política de *engagement*, que deberá recoger información sobre el seguimiento de las sociedades en las que invierten, el ejercicio de los derechos asociados a las acciones, la cooperación con otros accionistas y la gestión de los conflictos de interés. Además, deberán publicar anualmente el grado de cumplimiento de su política y el sentido de su voto en las juntas generales. Por último, los inversores institucionales que hayan delegado en un tercero la gestión de sus activos deberán informar anualmente en su página web sobre el contenido y condiciones del contrato de gestión.

Los gestores de activos deberán informar anualmente a los inversores institucionales sobre sus decisiones de inversión y su relación con aspectos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. Así mismo, informarán sobre el uso de asesores de votos y los posibles conflictos de interés a los que se enfrenten incluso potencialmente.

En referencia a los asesores de voto o *proxy advisors*, deberán adherirse a un código de conducta e informar anualmente a través de su página web sobre su grado de cumplimiento. Por otra parte, tendrán que demostrar que sus recomendaciones de voto son precisas y fiables. Para dotar sus servicios de una mayor transparencia, informarán sobre los datos esenciales de su investigación y los posibles conflictos de interés que pudieran afectar a la imparcialidad de sus recomendaciones³⁴.

Sin embargo, esta Directiva puede resultar insuficiente para conseguir su objetivo: fomentar la implicación a largo plazo de los inversores institucionales. La redefinición del activismo accionarial requiere incentivar la inclusión de estos objetivos en las estrategias de inversión de los inversores institucionales mediante la creación de incentivos normativos y la eliminación de obstáculos. En la práctica, esto intensificaría el significativo alineamiento entre inversores institucionales que se aprecia respecto de las decisiones concretas aplicables a una determinada sociedad³⁵. En este mismo sentido, la mejor doctrina corrobora la consideración de que los accionistas activistas requieren

³⁴ Hernández Guijarro, L., “Mejoras para la implicación a largo plazo de los accionistas”, *La Revista de Análisis Financiero*, IEAF, 28 de octubre de 2019, (disponible en: <https:// analisisfinanciero.ieaf.es/publicaciones-la-revista-analisis-financiero-4/modelo-normativo/143-mejoras-para-la-implicacion-a-largo-plazo-de-los-accionistas>).

³⁵ Roncero Sánchez, A., “La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica”, *op. cit.*, pp. 771-776.

apoyo institucional para llevar a cabo sus políticas³⁶.

3.5. Medidas de derecho societario.

Se ha señalado antes la conveniencia de que la intervención del derecho de sociedades se aleje del derecho imperativo y se desarrolle en el marco de la autonomía de la voluntad. Sin embargo, esto no quiere decir que el derecho de sociedades deba ser ajeno a estos objetivos de política legislativa, sino que su articulación debe hacerse mediante un menú de instituciones puesta a disposición de accionistas y sociedades. A esta categoría pertenecen, en derecho comparado, las distintas modalidades de *loyalty shares* o acciones de lealtad.

3.5.1. *Las loyalty shares: su concepto y fundamento.*

Las acciones de lealtad o *loyalty shares* pertenecen al grupo de los denominados *Control Enhancing Mechanisms*, en adelante *CEM* que son una gran variedad de instrumentos que permiten reforzar el control sobre sociedades, tanto abiertas o cotizadas como cerradas, y cuya eficacia dependerá del mecanismo concreto de que se trate³⁷.

En particular, la introducción de las acciones de lealtad en derecho español se justifica en el Anteproyecto de Ley³⁸ sometido a información pública por el Ministerio de

³⁶ Gilson, R., Gordon, R., “The agency costs of agency capitalism: Activist investors and the revaluation of governance rights”, *Columbia Law Review*, vol. 113:863, pp. 897-900, (disponible en: <https://columbialawreview.org/wp-content/uploads/2016/04/Gilson-Gordon.pdf>).

³⁷ León Sanz, F.J., “Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (Control-Enhancing Mechanisms, CEM). El cambio de rumbo”, *Working Paper IE Law School*, 14 de octubre de 2010, p.4.

³⁸ 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, 24.05.2019, Exposición de motivos (disponible en http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_TES_1_90524_AP_APL_fomento_implicacion_largo_accionistas.pdf).

Economía y en la versión a la que he tenido acceso del Proyecto por un lado, en la búsqueda del fomento de la permanencia de los accionistas en el largo plazo de las sociedades y, por otro, en su vigencia en países de nuestro entorno y en la necesidad de situar a las sociedades españolas, desde un punto de vista normativo, en condiciones comparables con las de los ordenamientos que ya contemplan las acciones de lealtad

Las *loyalty shares* pueden suponer distintas ventajas corporativas. En el desaparecido, durante la tramitación de la norma, art. 3 sexies bis del Proyecto de Resolución Legislativa del Parlamento Europeo sobre la Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE, se incluía el siguiente menú:

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

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

A partir de esta relación, el siguiente objetivo del trabajo es analizar la viabilidad de la implantación de los instrumentos anteriores por las sociedades españolas, así como el contenido de los proyectos normativos anunciados. A estos efectos, se van a considerar los tres que pertenecen al campo del derecho de sociedades: *“dividendos por fidelidad, participaciones por fidelidad y derechos de voto adicionales”*.

3.5.2. Los dividendos por fidelidad.

La posible introducción de dividendos adicionales por lealtad en una sociedad española debe analizarse en relación con la norma de reparto proporcional incluida para las sociedades anónimas en el art. 275.2 LS, ya que el otorgamiento de dividendos adicionales por el periodo de mantenimiento de las acciones podría romper la proporción legalmente exigida entre el dividendo y capital desembolsado.

El art. 275.1 LSC permite, sin embargo, la ruptura de dicha regla para las sociedades de responsabilidad limitada, al consagrarse como dispositiva, por admitir cláusula estatutaria en contrario. Sin embargo, el hecho de que no se señale expresamente la posibilidad de introducir esta salvedad estatutaria en sede de anónimas no significa que se prohíba (art. 275.2 LSC). En efecto, la doctrina entiende, de forma unánime, que el art. 275 LSC debe ser interpretado teniendo en cuenta los arts. 93 y ss. LSC sobre los derechos del socio³⁹. Así, la amplia interpretación que se debe dar al principio de autonomía de voluntad (ex art. 4.2 CC) junto al hecho de que el art. 95 LSC permita la creación de acciones privilegiadas y el art. 96 LSC no prohíba la ruptura en la proporción entre la participación en las ganancias sociales y el capital social desembolsado, lleva a concluir que la omisión de una referencia expresa en el art. 275.2 LSC no puede interpretarse como una prohibición. En este sentido, la mejor doctrina entiende que estatutariamente se puede prever tanto la desproporcionalidad de estos derechos económicos con respecto a su valor nominal, como la concesión de ventajas en su ejercicio⁴⁰.

Como se entiende lícito crear una clase nueva de acciones o participaciones que tenga un derecho privilegiado al dividendo, debe, también, permitirse el otorgamiento de ventajas en el reparto de dividendos a los socios leales. Si se permite lo más (crear acciones con dividendo privilegiado) se debe entender permitido lo menos: dividendos en recompensa por concurrir una determinada condición, como es la titularidad ininterrumpida de las acciones por un determinado plazo estatutariamente fijado.

Admitida esta posibilidad, deberán ser los estatutos sociales los que prevean el contenido del dividendo por fidelidad y las demás circunstancias a que se condicione su percepción. El problema puede estar en la articulación de las *loyalty shares* como clase de acciones: no lo son porque su derecho a la percepción del dividendo privilegiado (duplicado, en

³⁹ Hurtado Iglesias, S., Serra Boix., I., “Comentario al art. 275 LSC. Distribución de dividendos”, Prendes Carril, P., Cabanas Trejo, R., Martínez-Echevarría, A., *Tratado de Sociedades de Capital*, 1ª edición, Aranzadi, Navarra, julio de 2017, S.P.

⁴⁰ García de Enterría, J. e Iglesias Prada, J.L., “Las sociedades de capital. Las acciones y las participaciones sociales. Las obligaciones (I)”, Menéndez, A. y Rojo, A., *Lecciones de derecho mercantil*, CIVITAS, Pamplona, 2017, p. 439. Así mismo en: Del Castillo Ionov, R., “Comentario al art. 95 LSC. Distribución de dividendos”, Prendes Carril, P., Cabanas Trejo, R., Martínez-Echevarría, A., *Tratado de Sociedades de Capital*, S.P.

este caso) viene motivado por su tenencia temporal ininterrumpida durante un determinado periodo de tiempo por un mismo accionista. Sin embargo, la doctrina que se ha ocupado de este asunto entiende que debería ser posible⁴¹.

En todo caso, instituciones de esta naturaleza no son ajenas a nuestro ordenamiento jurídico, que prevé la recompensa por la lealtad del socio diligente mediante ventajas patrimoniales; es el caso, por ejemplo, de primas de asistencia o de las ventajas patrimoniales de los socios fundadores⁴².

3.5.3. Participaciones por fidelidad.

Si bien esta modalidad no ha encontrado regulación positiva expresa en el Derecho comparado, su práctica ha sido frecuente en los últimos años⁴³.

Grosso modo consiste en otorgar al accionista fiel más acciones de las que en realidad le corresponderían como recompensa por su permanencia en la sociedad. Este privilegio se puede materializar de dos formas: por un lado, se pueden conceder al accionista leal opciones de compra o derechos de suscripción de acciones adicionales en caso de una emisión (*loyalty warrants*) o, por otro, directamente entregar acciones liberadas o procedentes de autocartera (*loyalty shares stricto sensu*).

Los *loyalty warrants* son similares a determinadas modalidades de *stock-options*, con la peculiaridad de que los primeros se otorgan a los accionistas con el objetivo de recompensarles su inversión a largo plazo. De esta manera, se ofrece a los accionistas que hayan mantenido su inversión durante un período mínimo ininterrumpido de tiempo en la empresa la posibilidad de que obtengan acciones de la sociedad (*option call*) a un precio fijado con anterioridad e inferior al precio de mercado.

⁴¹ Fernández Del Pozo, L., “La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (*loyalty shares*)”, *op.cit.*, S.P., “El dividendo mejorado. Su posibilidad en derecho español”.

⁴² Fernández Del Pozo, L., “La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (*loyalty shares*)”, *op.cit.*, S.P., “El dividendo mejorado. Su posibilidad en derecho español”.

⁴³ Fernández Del Pozo, L., “La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (*loyalty shares*)”, *op.cit.*, S.P., “El premio en acciones adicionales: los *Loyalty Shares/Warrants*”.

Las participaciones por fidelidad han sido empleadas con frecuencia en relación con las ofertas públicas de venta/suscripción; sobre todo en casos de salida a bolsa o en los procesos de privatización de compañías públicas. En estos casos el periodo mínimo de lealtad suele ser, sin embargo, inferior al que es objeto de este estudio. Con el fin de evitar movimientos especuladores tras la admisión a negociación que puedan afectar a la sostenibilidad a largo plazo del proyecto, se conceden estas *loyalty warrants* o *shares*.

Así, un claro ejemplo de esta medida es el caso de la compañía francesa *Air Liquide*, que en los últimos 60 años ha realizado aumentos de capital con cargo a reservas con el fin de recompensar a accionistas fieles hasta 28 veces consecutivas. Aparte de conceder un *dividende majoré* en un 10 por ciento sobre el ordinario, otorga un derecho a percibir un 10 por ciento más de acciones en caso de ampliación de capital con cargo a reservas⁴⁴.

Otro ejemplo puede ser la salida a bolsa de la compañía británica *Standard Life* en 2006. Tras recibir acciones de la sociedad cotizada tras la salida a bolsa, los socios leales recibieron más acciones de las que en realidad les correspondería en la operación de suscripción preferente por no especular con las mismas⁴⁵.

Para algunos autores existen tres maneras de entregar acciones liberadas a los accionistas leales. En primer lugar, considera incluir esta distribución desigual de acciones en el pacto estatutario en el que se prevea el dividendo mejorado, de forma que se conceda el privilegio en caso de una distribución *in natura* de dividendos. En segundo lugar, a través de una ampliación de capital con cargo a reservas. En tercer lugar, sin que exista un pacto estatutario previo que prevea un dividendo mejorado, y realizando un aumento de capital liberado con ejecución diferida, concediendo las acciones liberadas tras el cumplimiento del período de lealtad.

En los dos primeros casos existe una distribución desigual del dividendo a raíz del dividendo mejorado, y en el último caso, el dividendo mejorado se entiende implícito en

⁴⁴ Air Liquide, “Fiches pratiques de l’actionnaire”, 2019, pp. 9 y 11 (disponible en <https://www.airliquide.com/sites/airliquide.com/files/2019/03/20/airliquide-fiches-pratiques-2019-fr.pdf>). Así mismo en: Bolton, P., Samama, F., “Loyalty-shares: Rewarding Long-term Investors”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2013, pp. 41 y 47 (disponible en <https://www.fir-pri-awards.org/wp-content/uploads/Article-P.Bolton-F.Samama.pdf>).

⁴⁵ Bolton, P., Samama, F., “Loyalty-shares: Rewarding Long-term Investors”, *op.cit.*, pp. 43 y 47.

la emisión diferida de capital. Para el autor, las tres alternativas son válidas de acuerdo con el derecho de sociedades español. Es cierto, sin embargo, que la LSC contempla que los aumentos de capital liberados se realicen en proporción al capital suscrito, de forma que se prohíba la distribución desigual de acciones. Sin embargo, sí se permite la discriminación en materia de dividendos, por lo que no se encuentra razón para que no se permita en el de acciones liberadas. Son operaciones análogas en cuanto que producen los mismos efectos⁴⁶.

La conexión entre la concesión de un dividendo privilegiado y el acuerdo de aumento de capital social liberado deberían servir a esa finalidad, en analogía, por ejemplo, con el tratamiento que otorga nuestra práctica societaria a los *scrip dividends*. Éstos solo serán válidos en la medida en que cumplan las normas que rigen la operación: arts. 275 y ss. LSC para el caso de los dividendos y art. 303 LSC para los aumentos de capital con cargo a reservas⁴⁷.

4. LAS ACCIONES DE LEALTAD Y SU INCOMPATIBILIDAD CON EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL: EL PRINCIPIO DE PROPORCIONALIDAD.

La forma más común de la articulación de las acciones de lealtad es la de la concesión de derechos de voto adicionales. Su incompatibilidad con el principio de proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto en las sociedades anónimas, consagrado en los arts. 96.2 y 188.2 LSC, hace que su admisibilidad requiera de una reforma legal. En este sentido, la doctrina señala que el voto doble determina que, a diferencia de las acciones de voto plural, únicamente puede ser concedido el doble de votos que confieran las demás acciones ordinarias en proporción a la cuota de capital que representan⁴⁸. En consecuencia, si una acción

⁴⁶ Fernández Del Pozo, L., “La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (loyalty shares)”, *op.cit.*, S.P., “El premio en acciones adicionales: los Loyalty Shares/Warrants”.

⁴⁷ Hurtado Iglesias, S., Serra Boix, I., “Comentario al art. 275 LSC. Distribución de dividendos”, Prendes Carril, P., Cabanas Trejo, R., Martínez-Echevarría, A., *Tratado de Sociedades de Capital, op.cit.*, S.P.

⁴⁸ Alborch Bataller, C., *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, Tecnos, 1977, p. 422.

ordinaria concede tres votos, el accionista que la haya mantenido en su titularidad durante dos años tendrá derecho a seis votos.

4.1. El principio de proporcionalidad en el ordenamiento jurídico español.

El principio de proporcionalidad en sede de las sociedades anónimas cotizadas o, como se conoce más generalmente, la regla una acción-un voto, se ha considerado tradicionalmente de gran trascendencia, entendiéndose como imperativa por estar conectada con la legitimación para el ejercicio de control⁴⁹.

No obstante, muchos son los que defienden una flexibilización de este principio de forma que podamos seguir hablando de un principio de proporcionalidad, aunque admitiendo la introducción de mecanismos que lo alteren con el fin de lograr una mejor articulación del gobierno de la entidad en determinadas circunstancias.

Ese es, en realidad, el estado de situación en derecho español: en primer término, por la diferencia entre el régimen de las limitadas y las anónimas. En efecto, como se ha señalado, el art. 188.2 LSC prohíbe, expresamente en las sociedades anónimas, la creación de acciones que de *“forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto”*, con independencia de cuál haya sido su desembolso efectivo. El mantenimiento de la proporcionalidad en las sociedades anónimas se explica a partir de uno de sus principios configuradores: el de aportación-poder, de modo que debe existir proporcionalidad entre la aportación económica del accionista, el riesgo económico asumido, y el poder político que le proporciona el voto en la sociedad en la que ha invertido⁵⁰.

Por el contrario, los artículos 188.1 LSC y 184 RRM establecen, para las sociedades de responsabilidad limitada, la disponibilidad de este principio. La justificación de esta

⁴⁹ García Garrido, J.M., “Una acción, un voto: el principio de proporcionalidad y control en la Unión Europea”, Martínez Flórez, A., Oleo Banet, F., Sáenz García de Albizu, J.C., *Estudios de Derecho Mercantil*, Civitas, 2010, pp. 309 y 310.

⁵⁰ Curto, M.M., “Comentario al art.188 de la Ley de Sociedades de Capital”, Rojo, A. y Beltrán, E., *Comentario a la Ley de Sociedades de capital*, Tomo II, CIVITAS, 2011, pp- 1339-1345 (pp. 1341-1342).

diferencia está en el carácter híbrido de las sociedades de responsabilidad limitada, por cuanto participan de principios y características tanto de las sociedades personalistas como de las capitalistas. Es, precisamente, la nota personalista de este tipo de sociedades y su correlación entre riesgo y poder (un hombre-un voto) la que justifica una alteración del principio de proporcionalidad⁵¹.

En segundo lugar, y pese a la literalidad del art. 188.2 LSC, el principio de proporcionalidad no es una regla sin excepciones, en derecho español. Los arts. 188.3 LSC y 527 LSC permiten a las sociedades anónimas (con la limitación de que para las cotizadas no se permitirá esta limitación en caso de OPAs que otorguen al oferente un 70% o más de los derechos de voto, salvo si falta reciprocidad) establecer estatutariamente un número máximo de votos a un mismo accionista o a sociedades pertenecientes a un mismo grupo cuando su participación le concediera un derecho superior.

Además, se permite la emisión de acciones sin voto hasta un importe equivalente a la mitad del capital social. Los titulares de estas acciones son privados de sus derechos de voto y, en compensación, reciben ventajas de carácter patrimonial. Esta excepción encuentra su fundamento en las necesidades de financiación de las sociedades. Para las sociedades cotizadas, su justificación está en la posibilidad de atraer a pequeños inversores que no están interesados en el control de la sociedad, sino que conciben su aportación como una mera inversión financiera⁵².

Estas instituciones no han sido, como las acciones rescatables⁵³, diseños normativos sin apenas utilización práctica, sino que, en mayor o menor medida, forman parte de nuestra práctica societaria.

En efecto, el Informe *Report on the Proportionality Principle in the European Union* de

⁵¹ Alborch Bataller, C., *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, op. cit., p. 174.

⁵² García de Enterría, J. e Iglesias Prada, J.L., “Las sociedades de capital. Las acciones y las participaciones sociales. Las obligaciones (I)”, Menéndez, A. y Rojo, A., *Lecciones de derecho mercantil*, CIVITAS, op. cit., p. 442.

⁵³ Fueron introducidas en 1998 y se regulan en los arts. 500 y 501 LSC. Desde entonces su práctica ha sido escasa. Tras casi quince años desde su implantación, solo las emitieron Indra, Aguas de Barcelona, Campofrío Alimentación, Prisa y Sogecable. (disponible en https://e-archivo.uc3m.es/bitstream/handle/10016/12524/miguelangel_villacorta_tesis.pdf?sequence=1&isAllowed=1).

2007, recoge que el 49% de las empresas españolas analizadas dispone de algún instrumento que altera la democracia accionarial y el 13% de dos, de forma que solo el 38% de las compañías que se tuvieron en cuenta no gozan de un *Control Enhancing-Mechanism (CEM)*. Entre los instrumentos más utilizados encontramos cláusulas estatutarias limitativas del derecho de voto (35% de las sociedades cotizadas analizadas empleaban dicho mecanismo); estructuras societarias piramidales (20% de las sociedades analizadas); pactos parasociales (5% de las sociedades estudiadas) y, por último, y con menor trascendencia, el incremento del quórum y mayorías reforzadas⁵⁴.

Por su parte, el Informe Anual de Buen Gobierno de la CNMV de 2018 señala que siete sociedades cotizadas españolas incluyen limitaciones al derecho de voto en sus estatutos (una menos que en 2017)⁵⁵. No obstante, en la práctica su uso se ha limitado bastante, afectando, fundamentalmente, a sociedades reguladas y su ejercicio a limitaciones establecidas por esos mismos motivos. En 2017, de ocho sociedades con limitaciones de voto, solo Enagas y Red Eléctrica las aplicaron en España y fue, precisamente, por estos motivos⁵⁶. Así mismo, el Informe Anual de Buen Gobierno de 2018 menciona que hay dos sociedades que tienen emitidas dos clases de acciones con diferentes derechos⁵⁷. Una de estas es Grifols con la emisión de acciones sin voto⁵⁸.

El Código de Conthe es el primer Código de Buen Gobierno en hacer una alusión al principio de proporcionalidad y, en concreto, lo hace en referencia a limitaciones estatutarias, como la de los derechos de voto. En su primera recomendación desaconseja incluir cualquier limitación estatutaria que imposibilite los cambios de control societarios, salvo en casos justificados como las salidas a bolsa. Esta recomendación se mantiene en

⁵⁴ Shearman & Sterling, “Report on the Proportionality Principle in the European Union”, 2007, pp. 71 y 136 (disponible en: file:///C:/Users/ET.5012914/Downloads/final_report_en.pdf).

⁵⁵ CNMV, “Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados”, 2019, p.93 (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2018.pdf).

⁵⁶ Informe Juntas Generales de Accionistas, 2018, p.20 (disponible en https://www.apie.es/wp-content/uploads/2018/02/XIII-FBGA-07.02_Final.compressed.pdf).

⁵⁷ CNMV, “Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados”, *op.cit.* p. 26.

⁵⁸ El capital social de Grifols es de 119.603.75 euros y está dividido en 426.129.798 acciones de la clase A con un nominal de 0,25€ por acción, y en 261.425.110 acciones de la clase B (acciones sin voto) con un nominal de 0,05€ por acción (disponible en <https://www.grifols.com/documents/51507592/90030952/articles-of-association-2019-es/e5bd1ad5-0460-4962-bf5b-671fba2727a4>).

nuestro actual Código de Buen Gobierno. Pese a ello, y como se ha señalado, las limitaciones de derecho de voto siguen presentes en nuestra práctica societaria.

Las excepciones señaladas son medidas que quebrantan el principio de proporcionalidad. En este contexto, la doctrina ha señalado que si se permite el refuerzo de la posición de un determinado grupo de accionistas (p. ej. cláusulas limitativas del derecho de voto) o su desconsideración (p. ej. acciones sin voto), no parece que debiera haber un obstáculo insalvable para la admisión de las acciones de lealtad⁵⁹.

4.2. El cambio de criterio de la Unión Europea con respecto al principio de proporcionalidad.

En el ámbito del Unión Europea ha tenido lugar un cambio de tendencia en referencia al principio de proporcionalidad. La Comisión Europea empezó defendiendo una aplicación estricta del principio de proporcionalidad en el Informe *Winter* de 2002⁶⁰ en materia de OPAs y ha acabado abogando por su flexibilización de los CEM en el Informe *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies* de 2007, elaborado a partir del Informe *Shearman&Sterling*⁶¹.

Como se ha señalado, el Informe *Winter* de 2002, precedente de la Directiva 2004/25/CE sobre OPAs, buscó armonizar las normas en materia de OPAs en la Unión Europea proponiendo la aplicación expresa de dos principios básicos⁶². El primero consistía en que fueran los accionistas y no los administradores quienes pudiesen decidir sobre el resultado final de una OPA, imponiendo así un deber de pasividad a los administradores (*shareholding decision making*) (Recomendación I.2). En su aplicación, tras la presentación de una OPA, son los accionistas reunidos en junta general los que tiene que

⁵⁹ León Sanz, F.J., “Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (Control-Enhancing Mechanisms, CEM). El cambio de rumbo”, *op. cit.*, p.4.

⁶⁰ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union.*

⁶¹ *Report on the Proportionality Principle in the UE.*

⁶² Winter, J., “Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union”, Brussels, 10 de enero de 2002, pp.2-3, (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322).

decidir sobre la adopción de medidas defensivas. El segundo principio proponía una aplicación estricta del principio de proporcionalidad entre participación y control en supuestos de OPAS (*proportionality between risk-bearing capital and control*) mediante medidas de neutralización (Recomendaciones I.4-I.8). En caso de una oferta superior al 75% del capital social, el oferente, en condiciones de reciprocidad, no debería quedar afectado por las restricciones en materia de voto que, en su caso, hubiera adoptado la junta general. A cambio, los afectados por las medidas de neutralización podrán recibir una compensación. El informe recomienda, además, que las sociedades cotizadas proporcionen información tanto sobre su estructura de capital como sobre su estructura de control (Recomendación I.1)⁶³.

El Informe *Shearman&Sterling* concluye que no hay evidencias empíricas que permitan determinar claramente el impacto que tienen los CEM. A partir de este informe, la Comisión Europea elaboró el Informe *Impact Assessment on the Proportionality* en 2007. Éste considera que hay medidas admisibles y alternativas a la prohibición de los CEM para proteger a los inversores y a la minoría y propone intensificar la transparencia de los CEM a través de una serie de recomendaciones, pero no prohibirlos⁶⁴.

4.3. Los diferentes efectos de la ruptura del principio de proporcionalidad: las sociedades continentales de capital concentrado vs. las sociedades anglosajonas de capital disperso.

No es posible juzgar de igual manera el supuesto problema del cortoplacismo y valorar la idoneidad de políticas a largo plazo en Europa continental, por un lado, y en Estados Unidos y UK, por el otro. En Europa continental predominan las sociedades con capital

⁶³ León Sanz, F.J., “Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (Control-Enhancing Mechanisms, CEM). El cambio de rumbo”, op. cit., pp. 5-9.

⁶⁴ Comisión Europea, “Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies”, 2007, pp. 29-34, (disponible en: https://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia_carried_out/docs/ia_2007/sec_2007_1705_en.pdf).

concentrado, mientras que Estados Unidos y Reino Unido lo hacen las de capital disperso y los efectos de la implantación de determinadas instituciones societarias serán distintos por la diferente estructura accionarial⁶⁵. En este sentido, la CNMV destaca que, al cierre de 2018, el 50% o más del capital del 18,2% de las sociedades del IBEX-35 pertenecía a un único accionista y que el *free float* en las sociedades con una capitalización superior a 500 millones de euros descendió 3,6 puntos porcentuales⁶⁶.

Por la misma razón, debe de quedar claro que el debate sobre el quebrantamiento del principio de proporcionalidad no se puede ni debe plantear en los mismos términos en Europa continental que en el Reino Unido y Estados Unidos.

5. VALORACIÓN DE LA INTRODUCCIÓN DE LAS *LOYALTY SHARES*.

La valoración de la introducción de las *loyalty shares* exige un análisis de su conveniencia económica y de su adecuación para conseguir las finalidades perseguidas en la hipótesis, analizada en los apartados anteriores, de que alinear los intereses de accionistas y sociedad emisora con el largo plazo es un objetivo de política legislativa. Los elementos más citados doctrinalmente para esta valoración han sido los que se exponen en los epígrafes siguientes.

5.1. La ruptura de la proporcionalidad entre inversión y derecho de voto para conseguir el refuerzo de la estabilidad accionarial. El problema especial de las estructuras de capital concentrado.

Los defensores de su introducción señalan que las acciones de lealtad favorecen la estabilidad del accionariado bajo el control de grupos de capital consolidados, así como

⁶⁵ Vives Ruiz, F., “El propósito de las sociedades y el paradigma del largo plazo”, *op. cit.*, p. 4.

⁶⁶ CNMV: “Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados”, ejercicio 2018, p. 28, (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2018.pdf).

la implantación de políticas más sólidas a largo plazo y la consecución del interés social. Con la finalidad de adquirir un voto doble o reforzado, el accionista tendrá más interés en mantener su participación en la sociedad y, en consecuencia, en asegurar el éxito empresarial a largo plazo del que no solo se va a beneficiar él, sino la sociedad en general.

En definitiva, la introducción de la figura persigue impulsar la presencia de accionistas sólidos que estén implicados en el largo plazo con ánimo de influir en una gestión empresarial estable que cree valor para la sociedad en general. En este sentido, la doctrina señala que las *loyalty shares* producen una *eugenesia accionarial* que permite una mayor concentración del poder de decisión y, por consiguiente, una mayor estabilidad a largo plazo⁶⁷.

Por el contrario, los detractores de las acciones de lealtad suelen mencionar como argumento definitivo que suponen la ruptura del principio de proporcionalidad y que éste tiene especial importancia como principio configurador de las sociedades anónimas. Además, añaden, que se trata de una institución innecesaria en países donde sus sociedades se caracterizan por una estructura de capital concentrado: el accionista de control no necesita de las acciones de lealtad para controlar la sociedad y el minoritario no se va a ver atraído por esta posibilidad por no conseguir un incentivo suficiente para vencer su pasividad⁶⁸. Recordemos a estos efectos que en España (como en los restantes países de Europa continental) sus sociedades cotizadas se caracterizan por la concentración de su capital.

En las sociedades capitalistas, el capital es la pieza esencial, llegando a ser definida la sociedad anónima como “*capital social con categoría de persona jurídica*”⁶⁹. Así, las sociedades capitalistas se constituyen *intuitu pecuniae* (en atención a las aportaciones) y no *intuitu personae* (en atención a la personalidad). Por ello, se entiende que las decisiones de la Junta General deben ser tomadas por una mayoría de capital que no de

⁶⁷ Gandía Pérez, E., “Acciones de voto plural y loyalty shares. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia”, *Revista de Derecho mercantil*, abril-junio 2016, p. 68.

⁶⁸ 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 Working Paper Series*, abril de 2019, pp. 4-5, (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3400708).

⁶⁹ Garrigues, J., *Curso de Derecho Mercantil*, Tomo I, séptima edición, p. 437.

personas. Este principio puede ser alterado por la concurrencia de accionistas con voto doble. Además, en las Juntas Generales no rige un principio “*democrático*” sino “*plutocrático*”, de modo que el gobierno o control de la sociedad corresponde en mayor medida a los que más aportan⁷⁰.

Por lo que se refiere a la importancia del principio de proporcionalidad, ya se ha señalado que no es una regla sin excepciones ni en derecho comprado ni, tampoco, en derecho español. Además, su quebrantamiento se produce no solo mediante mecanismos legales diversos (p.ej. limitaciones de derecho de voto⁷¹, acciones sin voto, etc) sino, también, mediante estructuras que permiten, *de facto*, romper la proporcionalidad, como las estructuras piramidales.

La inclusión de acciones con voto plural en *Luis Vuitton* permitió que el titular del 34% de los derechos económicos gozase del 47% de los derechos de voto. Por otro lado, la introducción de estructuras piramidales en *Telecom Italia* conllevó que el titular del 18% de los votos tuviese el 0,7% de los derechos económicos⁷².

La diferencia, en favor de las acciones de lealtad, es que, si bien los efectos que producen no son diferentes a los generados por otros mecanismos de desviación del principio de proporcionalidad⁷³, rompen dicho principio para fomentar la gestión empresarial a largo plazo. Sin embargo, tampoco existe plena unanimidad⁷⁴ respecto de este último extremo. En efecto, no existe evidencia empírica suficiente sobre que la estabilidad del accionariado conlleve automáticamente el desarrollo de políticas largoplacistas, ni de que toda política a largo plazo sea buena para la sociedad en su conjunto.

Además, no es cierto que una ruptura del principio de proporcionalidad en las sociedades de capital concentrado beneficie solo a los accionistas mayoritarios, pues todos los accionistas acceden al privilegio del voto doble en igualdad de condiciones. Así, un nuevo

⁷⁰ Alborch Bataller, C., *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, *op. cit.*, p.174.

⁷¹ Sánchez Andrés, A., “La acción y los derechos de los accionistas”, Uría, R., Menéndez, R., Olivencia, M., *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid, 1992, p.149.

⁷² León Sanz, F.J., “Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (Control-Enhancing Mechanisms, CEM). El cambio de rumbo”, *op. cit.*, p. 6.

⁷³ Gandía Pérez, E., “Acciones de voto plural y loyalty shares. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia”, *op.cit.*, p. 96.

⁷⁴ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op.cit.*, p. 98.

accionista que realiza una gran inversión en una sociedad, que le convierte en accionista mayoritario, gozará de un poder relativo inferior a un accionista minoritario que haya mantenido su participación durante dos años consecutivos y, en consecuencia, haya adquirido el privilegio del voto doble.

Es cierto que el quebrantamiento del principio de proporcionalidad provoca ganadores y perdedores, pues todo cambio legislativo sobre una norma con trascendencia práctica perjudica a unos y favorece a otros⁷⁵, pero también lo es que la introducción de las *loyalty shares* no discrimina entre accionistas en función de su posición, sino que el beneficiado siempre va a ser el socio leal, con independencia de su participación en el capital.

5.2. La concentración accionarial y el agravado problema de agencia.

En países en que sus sociedades tienen una composición accionarial muy concentrada, el fortalecimiento de los accionistas de control mediante las acciones de lealtad puede producir consecuencias negativas, como la persecución de beneficios privados⁷⁶, de modo que el problema de agencia entre socios de control y socios externos se vea incrementado. Los socios de control pueden ver aumentado su poder, lo que les permitiría reforzar sus intereses particulares o individuales respecto del social, llevando a cabo operaciones lesivas para la sociedad en su conjunto, pero beneficiosas para ellos.

Sin embargo, lo cierto es que una ruptura del principio de proporcionalidad en las sociedades de capital concentrado no beneficia solo a los accionistas mayoritarios, sino a todos. Los accionistas son tratados en igualdad de condiciones (p.ej., para adquirir el voto doble todos los socios deberán de permanecer en la sociedad al menos dos años) y que se vean beneficiados los accionistas mayoritarios o minoritarios dependerá del momento de entrada de cada uno de ellos en la sociedad, así como del momento de la introducción

⁷⁵ Vicent Chuliá, F., “¿Una acción, un voto?”, *El Notario del siglo XXI*, N° 30, marzo-abril 2010, S.P., “Una solución adecuada a la situación española” (disponible <http://www.elnotario.es/109-hemeroteca/revistas/revista-30/1260-one-share-one-vote-en-espana-0-8352817174375818>).

⁷⁶ Gurrea-Martínez, A., “Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas”, *op. cit.*, pp. 5-7.

legislativa que altere la proporcionalidad.

En conclusión, no se puede afirmar que la ruptura del principio de proporcionalidad perjudique siempre a los accionistas minoritarios en favor de los mayoritarios ni viceversa. Sin embargo, sí parece lógico pensar que los accionistas mayoritarios tendrán un alineamiento más fácil con los intereses de la sociedad a largo plazo y un mayor interés en el control de su administración.

5.3. El poder de alineación de las decisiones de los administradores con el largo plazo.

Si se entiende que las acciones de lealtad favorecen la inversión y la consecución de objetivos largoplacistas, también parece admisible reconocer que contribuyen a que los administradores persigan la sostenibilidad de la sociedad, la estabilidad societaria, la gestión prudente, políticas largoplacistas, y la optimización de los mecanismos de mercado⁷⁷.

Si los accionistas con una permanencia igual o superior a dos años en la sociedad, es decir, aquellos que, en principio, tienen interés en garantizar el interés social a largo plazo, son recompensados con el voto doble, entonces perseguirán que el órgano de administración esté alineado con esos objetivos a largo plazo.

5.4. La pérdida de control sobre los administradores: la obstaculización del mercado de control corporativo.

Por otro lado, las acciones de lealtad desincentivan las OPAs. Las *loyalty shares* son, como algunos señalan, una medida anti- OPA o de defensa frente a OPAs hostiles, dado que los accionistas poderosos minoritarios pueden mantener el control de la sociedad a

⁷⁷ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, op.cit. pp. 86-87.

través de la atribución de un voto reforzado. La doctrina ha señalado que, “*en las sociedades anónimas el complemento de la idea de que los accionistas deben decidir sobre el éxito de la OPA sería la proporcionalidad entre el poder de control de los accionistas y el riesgo asumido*”⁷⁸. En la medida en que las acciones de lealtad rompen dicha proporcionalidad, podría producirse una mayor concentración de poder en manos de unos pocos accionistas de control próximos al órgano de administración, evitando así que el mercado de control societario ejerza presión sobre los administradores.

En materia de OPAs se suele señalar, también, que las acciones de lealtad permitirían tener el control sobre la sociedad, ostentando, pasados dos años, más del 30 por ciento de los derechos de voto sin estar obligado a lanzar una OPA⁷⁹. En todo caso, la normativa aplicable a las *loyalty shares* debe atender este problema.

5.5. Las *loyalty shares* y las sociedades con capital disperso.

Algunos autores consideran que en sociedades con una estructura de capital disperso la desviación del principio de proporcionalidad puede tener un impacto muy positivo en cuanto que reduce el coste de agencia, ya que dota de más poder a los accionistas minoritarios con el fin de que éstos controlen con mayor facilidad a los administradores⁸⁰. No obstante, no se puede pasar por alto que la ruptura del principio puede tener lugar en favor de los accionistas mayoritarios, dejando a los minoritarios completamente desprotegidos. Como ya anunció la mejor doctrina, en sociedades con una dispersión accionarial muy marcada, los accionistas nunca van a gozar de suficiente poder de control que les permita verse incentivados para controlar a los administradores, pues el coste de controlarlos será mayor que el beneficio que pueda derivarse de esa situación de control⁸¹.

⁷⁸ Recalde Castells, A., “Régimen jurídico de las OPAs: Concepto, Función económica y principios de la ordenación”, Juste Mencía, J. y Recalde Castells, A., *Derecho de OPAs*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010, p. 41.

⁷⁹ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op.cit.*, p. 95.

⁸⁰ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op.cit.*, p. 58.

⁸¹ Berle, A., y Means, G., “The Modern Corporation and Private Property”, 1932, *apud*, Garralda, J., “La influencia del inversor institucional en la RSC de la empresa: La perspectiva de las grandes empresas españolas”, *op. cit.*, p. 9.

En las sociedades con alta concentración de capital ya existen accionistas suficientemente poderosos, de forma que los administradores son continuamente supervisados⁸². No obstante, en las sociedades de capital diluido, típicas de Estados Unidos y Reino Unido, la introducción de las *loyalty shares* está mejor vista, dado que no hay accionistas con poder suficiente para controlar a los administradores. En este sentido, las acciones de lealtad crean accionistas fuertes que pueden controlar a los directivos⁸³. Si se piensa detenidamente, esto encuentra su razón de ser en la lógica societaria, pues solo existirán accionistas dispersos en países con ordenamientos jurídicos que protejan sus intereses (p.ej. mediante *loyalty shares*) frente a los de los accionistas significativos⁸⁴.

5.6. El punto de vista de los inversores y el impacto negativo sobre la valoración de la sociedad.

El aumento de la concentración de capital puede ir en detrimento de la cotización de las acciones. Por el contrario, la estabilidad empresarial a largo plazo generada por la introducción de esta nueva figura jurídica tiene también su repercusión en el mercado, pues favorece su estabilidad económica y financiera, entendiéndose por tal la reducción de la volatilidad de los precios relativos a instrumentos financieros causada por la alta especulación⁸⁵.

El Informe *Report on the Proportionality Principle in the European Union* concluye que, en términos generales, los *CEM* son contemplados negativamente por la mayoría de los inversores. No obstante, recalca que su impacto debe ser determinado caso por caso y que los inversores demandan una mayor transparencia de dichos mecanismos con el fin de determinar su verdadera influencia⁸⁶. Luego, parece que la conveniencia o no de romper

⁸² Recalde Castells, A., “Régimen jurídico de las OPAs: Concepto, Función económica y principios de la ordenación”, Juste Mencía, J. y Recalde Castells, A., *Derecho de OPAs*, op. cit., p. 31.

⁸³ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, op.cit., p. 91.

⁸⁴ Alfaro Águila-Real, J., “Accionistas significativos y protección de accionistas dispersos”, *Almacén de Derecho*, 30 de enero de 2012 (disponible en <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2012/01/accionistas-significativos-y-proteccion.html>).

⁸⁵ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, op.cit., p. 86.

⁸⁶ Shearman&Sterling, “Report on the Proportionality Principle in the European Union”, op.cit., p. 96.

con el principio de proporcionalidad deberá ser determinada en función de los condicionantes de cada caso concreto, puesto que tanto el contexto (situación en la que se encuentra la sociedad, régimen de OPAs del ordenamiento del país donde opera la sociedad⁸⁷ etc.) como las características de cada sociedad (p.ej. el grado de concentración de su capital) son factores que influyen en esta decisión⁸⁸.

5.7. La competencia legislativa entre estados.

En un mundo global, con inversores situados en todas las partes del mundo y en el que la ruptura *de facto* del principio de proporcionalidad entre nominal y voto es una realidad, la previsión de las *loyalty shares* en el ordenamiento jurídico español, tal y como han hecho países de nuestro entorno, puede postularse como necesaria para evitar que las sociedades españolas se encuentren en inferioridad competitiva.

Como bien indican los textos proyectados en España, que prevén la introducción de las acciones de lealtad, una de sus funciones principales es la atracción de nuevos inversores con el fin de aumentar la competitividad de la bolsa de valores española. Las bolsas de los países que no contemplen esta posibilidad harán lo posible por evitar la pérdida de sus inversores y de los potenciales, incrementándose así la competitividad entre las mismas.

A título de ejemplo debemos mencionar el caso *Chrysler-Fiat*, que motivó al legislador italiano, entre otras cosas, a introducir las *loyalty shares* como nueva figura de su legislación. En este caso, Fiat trasladó su sede a los Países Bajos, cuyo ordenamiento jurídico permite las acciones de lealtad⁸⁹.

⁸⁷ La discusión sobre la alteración del principio de proporcionalidad no se plantea en los mismos términos en Estados Unidos que en Europa, entre otras cosas, porque su ordenamiento no contempla las OPAs obligatorias.

⁸⁸ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op.cit.*, p. 114.

⁸⁹ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op.cit.*, p. 87. Así mismo en: Gandía Pérez, E., “Acciones de voto plural y loyalty shares. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia”, *op.cit.*, pp. 68; Fernández Del Pozo, L., “La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (loyalty shares)”, *op.cit.*, *S.P.*, “El premio en voto reforzado: el voto doble o múltiple del socio leal. Su ilicitud en el derecho positivo español”.

Por lo tanto, la competitividad entre los distintos estados parece ser un elemento decisivo y concluyente a la hora de valorar la introducción de las *loyalty shares* en el ordenamiento jurídico.

5.8. Una referencia especial a la admisión de sociedades a Bolsa y las *loyalty shares*.

Donde parece haber un consenso más favorable a las *loyalty shares* es en su implantación con motivo del acceso de sociedades al mercado bursátil. En buena parte de las más recientes y significativas salidas a bolsa en Nueva York, se ha puesto de manifiesto la necesidad de compatibilizar (i) la máxima captación de capital y, por tanto, del porcentaje de la sociedad que es vendido a terceros, junto con (ii) el mantenimiento del control por parte del fundador, en especial en el sector tecnológico, donde es de vital importancia la alta cualificación y la buena reputación de los fundadores.

De hecho, el uso de las acciones de voto plural se ha convertido en algo común para las sociedades tecnológicas asentadas en *Silicon Valley*, entre las que encontramos a *Google* (2004), *Zynga* (2011), *Grupon*, (2011) o *Facebook* (2012). La primera de todas ellas en emplear acciones de voto plural en su salida a bolsa fue *Google*, de manera que sus fundadores, *Larry Page* y *Sergey Brin*, pudieron ejercitar el 66% de los derechos de voto con tan solo el 30% del capital social en sus manos. Siguiendo el ejemplo de *Google*, *Mark Zuckerberg* se aseguró el control con el 57% de los derechos de voto teniendo tan solo el 18% del capital⁹⁰.

Estas empresas con capacidad de creación de valor a largo plazo no se podían permitir perder el control (pues su éxito dependía de la capacidad de gestión de sus fundadores), pero a su vez requerían financiación para poder continuar con su idea, de modo que las acciones de voto plural supusieron la herramienta perfecta para financiarse sin perder control. En relación con este problema, no se puede olvidar que la pérdida de control es

⁹⁰ Gandía Pérez, E., “Acciones de voto plural y *loyalty shares*. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia”, *op.cit.*, pp. 67-68.

uno de los principales aspectos que desincentivan las salidas a bolsa⁹¹.

5.9. Las *loyalty shares*: una cuestión de política legislativa.

De todo ello, cabe concluir que la introducción de las acciones de lealtad en España es una cuestión de política legislativa. A pesar de los distintos efectos, tanto positivos como negativos, ya mencionados, parece recomendable permitir su previsión con el fin de aumentar la competitividad de nuestros mercados de valores frente a la de nuestros países vecinos y de fomentar o, por lo menos, no impedir la atracción de nuevos inversores y mantener a los actuales. Asimismo, al ser muy complicado contemplar las acciones de voto plural en nuestra legislación mercantil, las acciones de lealtad pueden servir de sustitutivo para las mismas en los casos de salidas a bolsa, como sucede en muchos otros países.

6. LAS ACCIONES DE LEALTAD EN EL DERECHO COMPARADO.

6.1. Italia: el *Decreto competitività*.

El análisis detallado de la normativa italiana que, sin duda, ha servido de inspiración al gobierno español para la elaboración de sus textos proyectados, será comentado en detalle al analizar los aspectos básicos que debería contemplar nuestra regulación.

En agosto de 2014 se aprobó en Italia el *Decreto competitività*, que introdujo como grandes novedades, por un lado, la derogación de la prohibición de emitir acciones de voto plural (hasta el límite de la mitad del capital social) que recaía sobre las sociedades

⁹¹ Brau, J.C., Fawcett, S., E., “Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice”, *The Journal of Finance*, 2006, pp.399-436 (disponible en <http://pages.nes.ru/agoriaev/Papers/Brau%20Initial%20Public%20Offerings-%20An%20Analysis%20of%20Theory%20and%20Practice%20JF06.pdf>).

no cotizadas y, por otro, la posibilidad de emitir acciones de fidelidad para las sociedades cotizadas (art. 127 quinquies *TUF*⁹²).

En relación con las acciones de fidelidad, la Ley italiana otorga un máximo de dos votos por acción de lealtad cuando su titular las hubiese mantenido al menos durante un periodo continuado de veinticuatro meses en su cartera (art. 127 quinquies.1 *TUF*). Por otra parte, la renuncia parcial o total del derecho de voto se considera irrevocable. El plazo de titularidad mínima ininterrumpida computará desde la inscripción realizada por el accionista en un registro especial del que se ocupará la sociedad (art. 127 quinquies.1 *TUF*). Excepcionalmente, se permitirá que, en las salidas a bolsa, el cómputo del plazo de lealtad comience antes la pertinente inscripción en el registro especial (art. 127 quinquies.7 *TUF*).

Asimismo, la cesión tanto gratuita como onerosa, extingue el voto aumentado con algunas salvedades. De este modo, si los estatutos no establecen lo contrario, el voto doble podrá ser conservado en (i) las sucesiones *mortis causa*, así como en las fusiones o escisiones del titular de las acciones (ii) los aumentos de capital con emisión de acciones liberadas (art. 127 quinquies. 3 *TUF*).

En los casos de fusión y escisión de la sociedad emisora de *loyalty shares*, los socios con derecho al voto aumentado anterior lo perderán en la sociedad resultante, si en el proyecto no se prevé lo contrario (art. 127 quinquies. 4 *TUF*).

A diferencia de las acciones de voto plural, las *loyalty shares* no constituyen una nueva clase de acciones (art. 127 quinquies. 5 *TUF*) y, por ello, no gozan de un sistema de tutela colectivo.

La Ley italiana prevé que la introducción de las acciones de lealtad en los estatutos sociales se apruebe por las mayorías de la junta extraordinaria y niega el derecho de separación de los socios ausentes o disidentes (art. 127 quinquies. 6 *TUF*). Sin embargo, sí que parece que deba de admitirse un derecho de separación en determinados casos

⁹² *Testo Unico della Finanza*, Decreto legislativo 24 de febbraio 1998, n.58, (disponible en http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88).

como será matizado más adelante.

Además, se tendrá en cuenta el voto doble por lealtad para el cómputo de mayorías y quórum, salvo que estatutariamente se establezca lo contrario (art. 127 quinquies. 8 TUF).

6.2. Francia: la *Loi Florange*.

En Francia, la *Loi Florange*⁹³, que encuentra su razón de ser en el Informe *Gallois*, ha introducido una profunda reforma del derecho de voto doble por lealtad, que ya se contemplaba en el ordenamiento galo.

Tras la aprobación de la nueva ley, las sociedades anónimas cotizadas podrán emplear el mecanismo del voto doble siempre y cuando se cumplan una serie de circunstancias (permanencia ininterrumpida de dos años, acciones íntegramente liberadas y representación en títulos nominativos) y estatutariamente no se prevea lo contrario (apartado 3º. art. L225-123 *CCo*⁹⁴). En consecuencia, el voto doble es la estructura de voto de la que parte toda sociedad cotizada francesa, al considerarse régimen general y quedar relegado el principio de proporcionalidad al ámbito dispositivo.

De esta manera, toda sociedad que quiera volver al principio de proporcionalidad o modificar el plazo mínimo de permanencia, deberá aprobar la decisión en Junta General por mayoría de dos tercios.

Al no constituir las *loyalty shares* una nueva clase de acciones, el voto doble se extinguiría con la mera transmisión de los títulos, dado que la lealtad del socio en relación con dichos títulos se desvanecería. La entrega gratuita de acciones como donaciones entre cónyuges o parientes, la transmisión *mortis causa*, las ampliaciones de capital con cargo a reservas o las fusiones o escisiones de personas jurídicas (salvo cláusula en contrario) así como la

⁹³ *Loi* n°2014-384 du 29 mars 2014, art. 7 (disponible en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=L EGIARTI000028813786&dateTexte=&categorieLien=id>).

⁹⁴ *Code de commerce* (disponible en <http://codes.droit.org/CodV3/commerce.pdf>).

liquidación de bienes comunes implican la extensión del privilegio (apartado 2º L225-123 y apartado 3º L225-124 CCo).

Por otra parte, se considera que el *dies ad quo* del voto doble coincide con la entrada en vigor de la *Loi Florange*, 3 de abril de 2016, de forma que el cómputo volverá a empezar para aquellos accionistas leales antes de la entrada en vigor (apartado 3º art. 7 *Loi Florange*), lo que fue criticado por muchos autores, que consideraban que la norma requería una aplicación inmediata. Además, las cláusulas estatutarias que regulaban el derecho de voto doble antes de la reforma mantienen su validez (apartado 4º art. 7 *Loi Florange*).

La nueva redacción del artículo que se refiere al período de permanencia en la sociedad para poder acceder al voto doble arroja muchas dudas. La doctrina mayoritaria entiende que la adquisición del privilegio no se puede condicionar a un plazo superior al de dos años, al haberse suprimido en la nueva ley la expresión “al menos”. En este sentido, si se entiende que las cláusulas estatutarias anteriores son consideradas válidas, como ya se ha mencionado, y con posibilidad de flexibilización del plazo al incluir la normativa anterior la expresión “al menos”, podría darse un trato discriminatorio a los socios de las sociedades que hubiesen incluido la cláusula con anterioridad a la reforma.

Por último, la doctrina no es uniforme en cuanto a la posibilidad de prever requisitos adicionales que se recojan en los estatutos para la adquisición del privilegio. En cualquier caso, sí parece que se puede limitar el ejercicio del voto doble a la adopción de determinados acuerdos⁹⁵.

7. EL PROYECTO DE INTRODUCCIÓN DE LAS *LOYALTY SHARES* EN EL DERECHO ESPAÑOL.

De todas las consideraciones anteriores, cabe concluir, como se ha anticipado, que (i) la

⁹⁵ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op.cit.*, pp. 75-80.

implantación de las acciones de lealtad requiere de una modificación legislativa y que (ii) es recomendable su introducción en derecho español.

El Anteproyecto de reforma de la LSC publicado por el gobierno para su información pública⁹⁶ y alguno de los borradores de Proyecto al que hemos tenido acceso introducen las acciones de lealtad para su regulación en una nueva Subsección 4.ª del Título XIV, Capítulo VI, Sección 3ª de la LSC bajo el título “Voto adicional por lealtad”. En los epígrafes siguientes se analizan sus aspectos fundamentales.

7.1. Configuración como una excepción al principio de proporcionalidad entre valor nominal y derecho de voto.

El proyectado artículo 527 ter de la LSC incluye la previsión de *acciones con voto adicional doble por lealtad*. Este tipo de acciones se introducen como una excepción a lo previsto en los artículos 96.2 y 188.2 de la LSC, de manera que los estatutos de las sociedades anónimas cotizadas puedan romper con la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto, otorgando un voto doble.

Como en derecho francés e italiano, se trata de un privilegio ligado a la posición de accionista, sujeto a una condición suspensiva: el mantenimiento de la titularidad de las acciones durante al menos 24 meses ininterrumpidos y su inscripción en el registro elaborado al efecto, así como a una condición resolutoria: la transmisión de las acciones. A efectos prácticos, las acciones de lealtad operarían como meras acciones ordinarias con un privilegio de voto y no como una nueva clase amparada por el régimen de tutela colectivo art. 103 LSC, al igual que en los regímenes francés e italiano. En consecuencia, a los acuerdos que lesionen directa o indirectamente los privilegios de estas acciones se les aplicará las reglas generales y no será necesario recurrir a una aprobación por una junta especial.

Por el contrario, la atribución de privilegios políticos en materia de votos en una sociedad

⁹⁶ El período de audiencia pública finalizó el 14 de junio de 2019.

de responsabilidad limitada se realiza a un grupo concreto de participaciones y no a un socio en particular, creando así un privilegio intrínseco a la participación, no estando, por ello, ligado a la persona del socio. En consecuencia, la transmisión de dichas participaciones implica un aumento del poder del adquirente por el mero hecho de adquirirlas⁹⁷.

7.2. Cuantía del privilegio.

La expresión “voto adicional” empleada por el legislador hace referencia al “*doble de votos que correspondan a cada una de las acciones en función de su valor nominal*”⁹⁸. Como en Francia e Italia, esto se traducirá, en general, en un voto adicional por acción, en cumplimiento del principio *one share-one vote* en las sociedades anónimas cotizadas.

El Derecho italiano contempla, además, la posibilidad de considerar fracciones de voto adicionales (1,5 o 2,5 votos por acción)⁹⁹. En otros países como Holanda, la jurisprudencia y la doctrina son favorables a prever acciones con más de dos votos.

En lo que concierne a España, el artículo 527 ter. de la reforma de la LSC proyectada prevé doblar el número de votos que correspondan a cada una de las acciones, sin permitir que los estatutos sociales aumenten esa cuantía, lo que puede tener sentido en un país en el que, como antes se ha señalado, predominan las sociedades de capital concentrado.

7.3. Adquisición del derecho al voto doble. Periodo de titularidad ininterrumpida.

El voto adicional se otorga como recompensa a aquellos accionistas que hayan

⁹⁷ Curto, M.M., “Comentario al art.188 de la Ley de Sociedades de Capital”, Rojo, A. y Beltrán, E., *Comentario a la Ley de Sociedades de capital, op.cit.*, pp.1339-1345 (pp. 1341-1342).

⁹⁸ Art. 527.ter 1. *in fine*.

⁹⁹ Gandía Pérez, E., “El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge núm.91, de 24 de junio”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 65, 2016, p. 189.

permanecido e invertido en la sociedad durante un período mínimo ininterrumpido, que se fija en dos años, y que voluntariamente se inscriban en el registro especial previsto a tales efectos en el proyectado art. 527 septies.

Por otra parte, de acuerdo con el texto proyectado, no será posible establecer estatutariamente el requisito de un plazo de titularidad ininterrumpida inferior a los dos años, pero sí superior. No obstante, no parece que en la práctica sea operativa la exigencia de un plazo muy superior a los señalados dos años porque la norma prevé un plazo de diez años a partir del cual, para la votación de la supresión de la cláusula estatutaria, no se tendrá en cuenta el voto aumentado. Una excesiva proximidad entre ambos límites temporales haría perder eficacia práctica a su introducción¹⁰⁰.

En este sentido, la doctrina mayoritaria francesa entiende que para la adquisición del privilegio no se puede exigir un plazo superior a dos años, al haberse suprimido en la nueva ley gala la expresión “al menos”, que figuraba en la anterior cuando se refería a esta cuestión. Esta corriente argumenta que el término “salvo cláusula en contrario” debe de entenderse como conducto de salida del régimen general francés que impone las *loyalty shares* para las cotizadas y no como una posibilidad para exigir un plazo de lealtad superior a los dos años. Así, se entiende que las cláusulas estatutarias anteriores a la reforma son consideradas válidas, como ya se ha mencionado, y con posibilidad de flexibilización del plazo, al incluir la norma la expresión “al menos”. El problema es que esta interpretación puede suponer un trato discriminatorio para los socios de las sociedades que hubiesen incluido la cláusula al amparo de la ley anterior¹⁰¹.

A efectos del cómputo de los dos años, parece lógico considerar que las acciones asignadas con ocasión de ampliaciones de capital liberadas, esto es, con cargo a reservas, gozarán de la misma antigüedad que las acciones que generan el derecho a suscribirlas. Las ampliaciones de capital gratuitas suponen una mera reestructuración del patrimonio neto, pues lo que figuraba como reservas pasa a ser capital social, de forma que la participación del accionista no se ve modificada en modo alguno. La cantidad que antes

¹⁰⁰ Fernández Torres, I., “El voto doble por lealtad”, *Almacén de Derecho*, 15 de diciembre de 2019 (disponible en: <https://almacenederecho.org/el-voto-doble-por-lealtad/>).

¹⁰¹ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, op.cit., p.79.

figuraba como reservas y ahora como capital siempre ha pertenecido a los socios, por lo que prohibir la extensión del privilegio significaría negar un derecho ya adquirido.

Este criterio es el incorporado en el apartado 3 del artículo 527 ter del texto proyectado y es seguido también por el legislador italiano, que prevé una extensión automática del privilegio para todas aquellas acciones nuevas que se asignen por razón de las acciones de lealtad.

Por lo que se refiere a las ampliaciones de capital con desembolso de nuevas aportaciones y, por tanto, de acciones no totalmente liberadas, una regla similar resultaría más discutible. En este caso, las acciones a que da derecho la aportación entran *ex novo* en el círculo de poder del accionista. Sin embargo, cabría, a su vez, diferenciar las acciones suscritas en ejercicio del derecho de suscripción preferente y las que lo son como resultado de la compra de derechos o, simplemente, de la suscripción de acciones excedentes, no suscritas por otros en ejercicio de derechos de suscripción.

El Derecho italiano sí permite la extensión del voto doble a las nuevas acciones suscritas siempre y cuando se recoja en los estatutos. Esta referencia legal incluiría, por tanto, la suscripción de acciones en ejercicio del derecho de suscripción o sin él. La doctrina italiana ha interpretado, sin embargo, que el voto doble solo puede circunscribirse a las acciones suscritas en ejercicio del derecho de suscripción preferente con el objetivo de no incrementar, pero tampoco diluir, el poder de los accionistas leales en la sociedad¹⁰².

La redacción del texto proyectado en España no parece admitir esta posibilidad, por lo que, de no modificarse durante su tramitación parlamentaria, la consideración como acciones de lealtad de las nuevas acciones requerirá su inscripción en el referido registro especial, así como el transcurso del periodo mínimo de dos años también señalado anteriormente. En este sentido, resulta recomendable extrapolar la solución dada por el legislador italiano y permitir la extensión del voto doble a las acciones adquiridas en ejercicio del derecho de adquisición preferente, pues la finalidad de dicho derecho es

¹⁰² 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”, *op. cit.*, p. 194.

precisamente evitar la pérdida de poder relativo del socio anterior¹⁰³. De lo contrario, los socios leales encontrarían un conflicto a la hora de votar una ampliación de capital.

7.4. La eficacia constitutiva del registro especial de acciones con voto doble.

El proyectado art. 527 septies establece un requisito formal de inscripción en un registro especial, al que condiciona la existencia y ejercicio del voto de lealtad: la acreditación ante la sociedad del periodo de titularidad mínimo ya mencionado mediante su inscripción en un registro creado *ad hoc* de cuya llevanza se ocupará la propia sociedad¹⁰⁴.

De esta forma, se atribuyen dos funciones al registro especial: en primer lugar, la inscripción sirve como presupuesto para computar el período de posesión ininterrumpida. En segundo lugar, cumple una función de transparencia, ya que permite que tanto la sociedad como los mercados puedan conocer qué accionistas gozan del privilegio de voto adicional por lealtad¹⁰⁵.

El texto proyectado requiere que el accionista tenga que especificar el número de acciones concreto sobre las que pretende adquirir el privilegio cuando solicite su inscripción en el registro. Además, una vez adquirida la condición de socio leal, el mismo deberá dejar constancia de cualquier transmisión, determine o no la pérdida del voto aumentado.

Asimismo, el nuevo texto proyectado completa la regulación del Anteproyecto de Ley coordinando el registro especial y el sistema de anotaciones en cuenta. Por ello, parece razonable que para poder solicitar la inscripción en el registro especial se tenga que presentar un certificado nominativo expedido previamente por la sociedad encargada de las anotaciones en cuenta. De igual manera, una vez transcurridos los dos años desde la inscripción, se requiere un nuevo certificado expedido por la sociedad encargada del

¹⁰³ García de Enterría, J. e Iglesias Prada, J.L., “La modificación de los estatutos sociales. Aumento y reducción del capital. Separación y exclusión de los socios”, Menéndez, A. y Rojo, A., *Lecciones de derecho mercantil, op.cit.*, pp. 547-548.

¹⁰⁴ El Anteproyecto de Ley no contenía una regulación suficiente del registro especial, que ha sido desarrollado por el texto proyectado posterior.

¹⁰⁵ Fernández Torres, I., “El voto doble por lealtad”, *op. cit.* p. 3.

registro de anotaciones en cuenta, para justificar el ejercicio del voto doble.

En lo que respecta a las sociedades con acciones de lealtad, el texto proyectado obliga a las mismas a que mantengan actualizado el registro especial en su página web, señalando el número total de *loyalty shares*, así como de acciones ordinarias pendientes de conversión. Por otra parte, se deja a las sociedades cierta flexibilidad en la regulación de estos registros, de modo que se permite que sean ellas las que estatutariamente regulen la forma de acreditación del periodo de lealtad ante él, así como el régimen de comunicaciones en caso de alteración del número de votos, con el fin de maximizar su eficiencia.

A título de ejemplo podríamos señalar el registro especial italiano, que distingue entre dos secciones: una relativa a los nuevos socios que hayan solicitado la inscripción y otra a los accionistas que ya dispongan de acciones de lealtad. Ambas secciones deberán recoger la siguiente información: identidad del accionista en cuestión, número de acciones afectadas, señalando las transmisiones, vinculaciones o renunciaciones, en su caso, y la fecha de inscripción o de adquisición del voto doble. Podría ser interesante seguir esta estructura en los registros especiales españoles¹⁰⁶.

Por último, cabría mencionar la necesidad de que fuera obligatorio constituir el registro especial a la vez que se produce la modificación estatutaria que introduzca las *loyalty shares*¹⁰⁷.

A modo de síntesis cabría destacar los siguientes aspectos sobre la regulación proyectada para el *registro especial de acciones con voto doble*:

- (i) se trata de un registro público, que debe ser facilitado a cualquier accionista que lo solicite;
- (ii) de inscripción a instancia del accionista titular de las acciones;

¹⁰⁶ 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”, *op. cit.*, p. 121.

¹⁰⁷ Fernández Torres, I., “El voto doble por lealtad”, *op. cit.* p.3.

- (iii) con eficacia constitutiva: solo a partir de la inscripción de las acciones comenzará el cómputo del periodo de dos años;
- (iv) la inscripción exigirá la comunicación por el accionista del número de acciones respecto de las que pretende el reconocimiento del voto doble y mantener, ininterrumpidamente, la titularidad de las acciones durante un periodo de dos años desde el día de la inscripción. Por tanto, cabe que el accionista comunique, a los efectos del cómputo del voto doble, solo una parte de las acciones de las que sea titular;
- (v) la inscripción exigirá al accionista que acredite la titularidad de las acciones mediante certificado expedido por la entidad encargada del registro de anotaciones en cuenta. Esta acreditación deberá repetirse cada vez que se convoque una reunión de la junta general de accionistas de la sociedad con aportación, igualmente en este caso, de certificado de la entidad encargada del registro de anotaciones en cuenta.

7.5. La pérdida del voto doble.

La pérdida del voto doble se producirá por la cesión o transmisión de las acciones inscritas. El carácter voluntario que se otorga a la inscripción en el registro especial debería suponer que tal pérdida se pueda producir, también, por comunicación voluntaria del accionista a la sociedad.

7.5.1. La transmisión de acciones.

El proyectado art. 527.1 octies de la reforma prevé la extinción del privilegio por la mera transmisión de la acción, incluso cuando —excepto en determinados supuestos— dicha transmisión se efectúe a título gratuito, y desde la fecha misma de la transmisión. Este régimen es el previsto tanto en Italia como en Francia.

Esta regla encuentra su lógica en que, al igual que la limitación del número de votos a emitir por un mismo accionista, previsto en derecho español, y al contrario que las participaciones de voto plural, las acciones de lealtad con voto doble tienen un carácter subjetivo. Su existencia depende de que un mismo accionista haya mantenido las acciones ininterrumpidamente durante un periodo mínimo de dos años. Por eso, es lógico que se extinga el privilegio político del voto doble cuando las acciones en cuestión son transmitidas. Ese criterio regirá en España, salvo en determinados supuestos incluidos en el texto proyectado (artículo 527 decies de la LSC).

Las excepciones previstas lo son (i) salvo que se establezca lo contrario estatutariamente; (ii) dentro de los supuestos legalmente previstos:

- (i) la sucesión *mortis causa*. Esta excepción encuentra su justificación en la no interrupción jurídica de los derechos y prerrogativas del fallecido¹⁰⁸. Por otra parte, cuando esta regla se excepcione estatutariamente, es exigible que la sociedad garantice un derecho de rescate para que el causahabiente pueda obtener el valor razonable de las acciones (art. 124.2 LSC).
- (ii) la atribución de acciones al cónyuge en la división de la sociedad de gananciales o en la división de cualquier otra forma de comunidad de bienes conyugal no es puramente una transmisión, sino la identificación de bienes concretos para su división.
- (iii) donaciones entre cónyuges, personas vinculadas por igual relación de afectividad o entre ascendientes y descendientes. Esta excepción se fundamenta en su carácter gratuito.
- (iv) Por razón de cualquier operación de modificación estructural. Se prevén en este caso, dos supuestos: (a) que la sociedad propietaria de acciones de lealtad de otra compañía sea absorbida por una tercera sociedad o resulte escindida, y (b) que la sociedad emisora de las acciones de lealtad sea objeto de absorción o escisión. En este caso, aclara el precepto con acierto, y como hace, por ejemplo,

¹⁰⁸ 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”, *op. cit.*, p.192.

la ley italiana¹⁰⁹, siempre que la sociedad resultante de la operación de modificación estructural recoja en sus estatutos la posibilidad del voto doble por lealtad¹¹⁰.

(v) transmisiones dentro del mismo grupo.

El texto proyectado debería incluir cláusulas anti-abuso para regular las transmisiones indirectas y la simulación. En ambos casos, se debería extinguir el voto doble, pues, de lo contrario, bastaría con la transmisión de las acciones por una sociedad interpuesta íntegramente participada para que no se extinga el privilegio. Por otra parte, debería regularse la transmisión en el caso de la fiducia y de la persona interpuesta.

En cuanto a las transmisiones, el régimen italiano entiende, además, que se pueden dar situaciones en las que se transmita la titularidad del ejercicio de voto sin que necesariamente cambie el propietario de la acción (p. ej. derecho de usufructo, derecho de prenda). En esta situación, la doctrina italiana entiende que toda transmisión del derecho de voto implica su extinción, por mucho que no se transmita la titularidad de la acción, pues el fundamento del privilegio radica en la recompensa del socio leal¹¹¹.

En derecho español, el titular del derecho de voto en el caso de usufructo y prenda de acciones es el nudo propietario, salvo que estatutariamente se establezca lo contrario (arts. 127. 1 y 132. 1 LSC). Por eso, parece razonable afirmar que, a efectos de extinguir el voto doble, se consideren el usufructo y la prenda como una transmisión cuando los estatutos hubiesen otorgado el voto al usufructuario o al acreedor pignoraticio. De lo contrario, los mismos podrían gozar del privilegio del voto doble que, como hemos visto, se debe de reservar al socio leal, esto es, al nudo propietario.

¹⁰⁹ Para los supuestos de fusión y escisión de la sociedad propietaria de dichas acciones, se establece la continuidad salvo que los estatutos sociales establezcan lo contrario (art. 127 quinquies. 3 *TUF*). No obstante, cuando sea la sociedad emisora de *loyalty shares* participe en una fusión o escisión, se tendrá que recoger expresamente en el respectivo proyecto la extensión del privilegio para que se considere válido en la sociedad resultante (art. 127 quinquies. 2 *TUF*).

¹¹⁰ Fernández Torres, I., “El voto doble por lealtad”, *op. cit.*, p. 2.

¹¹¹ 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”, *op. cit.*, p. 195.

7.5.2. *La renuncia.*

Además, parece razonable permitir la renuncia total o parcial del voto doble, tal y como habilita el régimen francés. La doctrina francesa entiende que el derecho de voto en sí mismo es un principio de orden público al que no se puede renunciar. Sin embargo, dicha naturaleza no se puede extender al privilegio del voto doble¹¹².

La renuncia tiene en Italia carácter irrevocable por lo que, una vez que se ha renunciado al privilegio, se tendrán que volver a inscribir las acciones en el registro especial y esperar dos años, si se quiere volver a adquirir el mismo.

El proyectado artículo 527 septies establece que la renuncia deberá ser comunicada a la sociedad en cualquier momento, respecto de todas o parte de las acciones inscritas. Aunque no lo mencione, parece lógico que la renuncia se configure como irrevocable, dado el carácter subjetivo del privilegio. La mejor doctrina estima que la renuncia de un derecho subjetivo implica su extinción y, dado su origen voluntario, su irrevocabilidad. De negar estos efectos, se estaría adquiriendo un derecho extinguido *sin causa alguna*¹¹³.

7.6. El cómputo del voto doble.

Otro de los problemas que plantea la introducción de las acciones de lealtad es el cómputo del voto adicional a efectos de quorum y de mayorías necesarias para adoptar los acuerdos.

Parece lógico que se admita el voto aumentado en el cómputo de los quórum de las juntas, así como en el de sus mayorías y, por la misma razón, se debería considerar, también, sobre el número total de votos, incluyendo los de lealtad. De no hacerse así, se

¹¹² Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op.cit.*, p. 80.

¹¹³ Díez-Picazo, L., Gullón, A., *Sistema de Derecho Civil*, Vol. 1 (Parte general del Derecho civil y personas jurídicas), decimotercera edición, Tecnos, Madrid, 2016, pp. 392-393.

estaría aumentando aún más el efecto del voto de las acciones de lealtad. Supongamos, por ejemplo, una sociedad con un capital social dividido en 1000 acciones de las que 200 gozan de voto doble. El poder de decisión del accionista que ostentase las 200 acciones de lealtad se determinaría dividiendo 400 entre 1200 ($400/1200= 0,33$) y no 400 entre 1000 ($400/1000= 0,4$), pues el voto aumentado se tiene en cuenta tanto para el cómputo individual de cada accionista como sobre el total de los votos. Además, esto provocaría que el accionista que no se hubiere registrado como leal, viera diluido aún más su poder en la sociedad ($200/1000= 0,2$ frente a $200/1200= 0,166$).

En Italia se ha optado por esta solución permitiendo, sin embargo, que dicha norma general se altere estatutariamente (art. 127 quinquies. 8 *TUF*). El régimen proyectado en España prevé la misma regla: el voto adicional por lealtad se tendrá en cuenta en el cómputo del quórum, así como de las mayorías necesarias para la adopción de acuerdos y, al igual que en el sistema italiano, los estatutos sociales podrán establecer lo contrario (art. 527 quinquies).

Por otra parte, el régimen italiano emplea como criterio el capital y no el número total de votos en lo que se refiere a los derechos de la minoría para dotar de una mayor protección a los socios minoritarios¹¹⁴. En España, los derechos de la minoría se configuran de acuerdo con la participación de los socios en el capital social, por lo que a efectos de su cómputo no se tendrá en cuenta el voto doble. Sin embargo, tal y como pasó con la limitación del derecho de voto, surge la duda de si computar el voto adicional con respecto al sistema de representación proporcional del art. 243 LSC. En este supuesto no queda claro si se tiene que tener en cuenta el número de votos o el porcentaje del capital. Por un lado, si se realiza una interpretación literal del precepto, parece que deba de considerarse el capital, pero esta interpretación literal no tiene sentido por afectar a uno de los aspectos (representación en el consejo) para el que los derechos políticos son más relevantes¹¹⁵.

Asimismo, las cláusulas limitativas del derecho de voto deberían poder afectar al voto

¹¹⁴ 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”, *op. cit.*, p. 196.

¹¹⁵ Juste Mencía, J., *Los derechos de la minoría en la sociedad anónima*, Aranzadi, Pamplona, 1995, pp. 291-294.

doble por lealtad si se quiere cumplir con la finalidad de este mecanismo, pues las mismas buscan acabar con una concentración excesiva del poder de los accionistas mayoritarios¹¹⁶. El voto doble, que precisamente favorece a los accionistas mayoritarios en las sociedades de capital concentrado, debe estar limitado por dichas cláusulas, pues, de lo contrario carecerían de eficacia (art. 527 quinquies.1).

7.7. Comunicación de las participaciones significativas.

En cualquier caso, el voto aumentado se tendrá en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas y para la formulación de OPAs obligatorias, tal y como ha previsto también el ordenamiento jurídico italiano (art. 527 quinquies LSC).

En relación con la obligación de comunicación de participaciones significativas, la solución italiana parece razonable: se toma como referencia el porcentaje de votos y no el de capital (art. 120.1, segundo inciso, *TUF*). El art. 125 TRLMV impone la obligación de comunicar la adquisición o cesión de participaciones significativas para lo que se tendrá en cuenta el porcentaje de votos. Así mismo, el art. 23 del Real Decreto 1362/2007 se refiere a la proporción de derechos de voto a la hora de referirse a los umbrales de comunicación. Por lo tanto, en caso de que nada se regulara *ex novo* sobre esta cuestión, el voto de lealtad debería ser notificado en los registros oficiales.

7.8. Coordinación con el régimen de las OPAS.

El incremento en el poder de voto de unos accionistas, los leales, tiene evidentes implicaciones en el régimen jurídico del mercado de control corporativo.

¹¹⁶ Pendres Carril, P., “Comentario al art. 188.3 LSC”, Prendes Carril, P., Cabanas Trejo, R., Martínez-Echevarría, A., *Tratado de Sociedades de Capital, S.P.*

Por un lado, puede convertirse en una medida anti-OPA. La solución está, como ha hecho el derecho italiano, en la modificación de la regla de neutralización, ampliando su ámbito de aplicación a las acciones de voto plural y a las acciones de fidelidad, mediante su inclusión en el artículo 527 LSC. En consecuencia, en el caso de que, tras una oferta pública de adquisición, se haya adquirido el 75% o más del capital con derecho de voto (el 70% en el caso español), las *loyalty shares* y acciones de voto plural verán limitado su derecho de voto aumentado (art.104 bis.3 TUF)¹¹⁷.

En segundo lugar, se plantea si la adquisición de votos adicionales por lealtad determina la toma de control en una sociedad cotizada y la obligación de formular OPA obligatoria. La doctrina ha señalado que la *Consob* (equivalente italiana de la CNMV) ha aclarado que se tendrán en cuenta las acciones de lealtad para su cómputo, de manera que la obligatoriedad se determina en función del porcentaje de votos, con independencia de la participación que se tuviere en el capital social. Esta solución es lógica si tenemos en cuenta que la adquisición del voto de lealtad es voluntaria para el accionista, dado que, como se ha comentado, la inscripción en el registro es rogada y su eficacia constitutiva.

El texto proyectado recoge una solución similar, al añadir un tercer apartado al art. 131 TRLMV, que prevé que se tenga en cuenta el voto por lealtad para el cómputo de la OPA obligatoria, tal y como establece el art. 527 quinquies LSC.

La tercera cuestión que plantea la regulación es la alteración en los porcentajes de voto de un accionista, no como consecuencia de su actuación, sino de la modificación de los derechos de quienes dejan de ostentar el privilegio del voto doble. La solución del derecho italiano es exceptuar la obligación de lanzar una OPA cuando el accionista supere el porcentaje legal debido a una alteración del número total de votos por un comportamiento ajeno. Dicha excepción no tendrá lugar cuando el accionista, de todos modos, ostente una participación del treinta por ciento o más del capital social.

La del texto proyectado en España es similar, asimilando esta situación a los demás supuestos de OPA indirecta o sobrevenida previstos. Así, el socio que sobrepase el límite

¹¹⁷ 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”, *op.cit.*, pp. 188-199.

del 30% en derechos de voto voluntariamente estará obligado a formular una OPA sobre la sociedad, pero si dicho porcentaje se hubiese superado debido a un comportamiento ajeno gozará de un periodo de tres meses para vender o renunciar al exceso de los derechos de voto que le obliga a lanzar la OPA.

7.9. La introducción de las acciones de lealtad en una sociedad.

La introducción del régimen de las acciones de lealtad permite legislativamente dos alternativas: (i) que para su inclusión deba adoptarse una decisión por la junta general de accionistas de la sociedad (*opt in*) o, por el contrario, que (ii) la entrada en vigor de la norma que las regule establezca su aplicación a todas las sociedades cotizadas excepto si la junta general opta por votar contra su inclusión (*opt out*).

El régimen de *opt in* es el seguido en Italia, pese a que, excepcionalmente, se reconociese durante un periodo transitorio la posibilidad de introducir las acciones de lealtad por mayoría simple para aquellas sociedades que ya cotizaban antes de la reforma. Muchos han visto en esta decisión intereses estatales de reducir su participación en ciertas sociedades sin perder el control, pero lo cierto es que ninguna compañía con riesgo de sospecha ha emitido acciones de lealtad hasta el momento¹¹⁸. No obstante, quizás esta medida transitoria solo tenga que ver con la tradición italiana anti-OPAs para dificultar la entrada de accionistas extranjeros en las grandes sociedades italianas. Por el contrario, el régimen *opt out* es el seguido en Francia desde la reforma introducida por la *Loi Florange* en 2014.

En cuanto al régimen proyectado español, se ha optado por un sistema *opt in*, puesto que la introducción de las acciones de lealtad tiene un carácter potestativo: las sociedades anónimas cotizadas que quieran introducir las *loyalty shares* deben incorporar su correlativa cláusula estatutaria cumpliendo con las mayorías del nuevo artículo 527.1

¹¹⁸ 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”, *op.cit.*, p.189.

quáter.

El proyectado artículo 527 quáter establece que para que la junta general pueda acordar válidamente el voto doble por lealtad, será necesario, en primera convocatoria, el quorum reforzado establecido por el artículo 194 de la LSC (es decir, el cincuenta por ciento del capital social, lo que es consistente al tratarse de una modificación estatutaria) y el voto favorable de, al menos, el sesenta por ciento del capital presente o representado. En segunda convocatoria, deberá alcanzarse un quorum del veinticinco por ciento y, en estos casos, cuando no se supere la asistencia del cincuenta por ciento de las acciones, se exigirá el voto favorable del setenta y cinco por ciento del capital presente o representado. Todo ello sin perjuicio de que estatutariamente se prevean mayorías y quórum superiores¹¹⁹. De esta regulación se infiere que el legislador ha sido cauteloso al adoptar esta nueva figura jurídica en el ordenamiento español. Por un lado, requiere requisitos de quórum y mayoría de votos para su introducción especialmente exigentes con el fin de proteger al accionista minoritario y, por otro, se facilita su supresión con requisitos menos exigentes.

La cuestión que se suscita en referencia a la adquisición del voto doble es si se puede limitar el voto aumentado a competencias de una determinada junta o a determinadas materias como el nombramiento de administradores. En Italia y Francia, es posible hacerlo en virtud de una amplia interpretación del principio de autonomía de la voluntad.

Sobre la base del mismo principio, también parece razonable permitir que estatutariamente se impongan otras condiciones adicionales (incluyendo las no potestativas) aparte de la titularidad de dos años. Según el régimen jurídico italiano, la adquisición y la pérdida del privilegio del voto doble podrían estar sujetas a una condición suspensiva (como el no cumplimiento de una serie de objetivos por parte de los administradores) y a una condición resolutoria, respectivamente o, incluso, a un periodo de tiempo determinado¹²⁰. Bajo la misma justificación, parte de la doctrina francesa está de acuerdo en que se puedan requerir condiciones adicionales en los

¹¹⁹ Fernández Torres, I., “El voto doble por lealtad”, *op.cit.*, p. 2.

¹²⁰ 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”, *op. cit.*, p 182.

estatutos, pero no hay consenso al respecto¹²¹.

7.10. La supresión de las acciones de lealtad.

Para la supresión de la cláusula del voto adicional por lealtad bastará con que se solicite en cualquier momento por la junta general y que concurran los quórum y mayorías del art. 201.2 LSC. En la votación de eliminación de la cláusula, no se tendrá en cuenta el voto doble por lealtad, salvo que hubiesen transcurrido menos de diez años desde su introducción (art. 527 sexies LSC). Este criterio aumenta la transitoriedad de la existencia de las acciones de lealtad, simplificando notablemente su supresión. Por su parte, el régimen francés establece una mayoría reforzada de dos tercios para suprimir el voto doble.

Una duda que surge con respecto a la votación de aprobación de las acciones de lealtad en los estatutos sociales es si el accionista ausente o disidente goza de derecho de separación. En este sentido, el legislador italiano no concede el derecho de separación en semejante supuesto, pues lo cierto es que las *loyalty shares* no alteran apenas la distribución de poder en una sociedad, en cuanto que todos los accionistas pueden optar a las mismas en igualdad de condiciones. No obstante, en las votaciones destinadas a suprimir las acciones de lealtad o endurecer los criterios para su adquisición (p.ej. estableciendo un plazo de titularidad superior a los dos años) parece lógico reconocer un derecho de separación a aquellos accionistas que hasta el momento no ostentan el privilegio, pero quieren adquirirlo, pues, de lo contrario, se les estaría dando un trato desigual¹²².

En relación con el ordenamiento jurídico español, parece razonable estimar que sean las propias sociedades las que determinen la existencia del derecho de separación a tenor del art. 347 LSC. Es cierto que los socios que no hayan adquirido aún el privilegio pueden

¹²¹ Fernández Torres, I., *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, *op.cit.*, p. 80.

¹²² 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”, *op. cit.*, p. 190.

verse perjudicados por un cambio en las condiciones de adquisición, pero no lo es menos que se trata de un riesgo más, inherente a toda inversión. Por otra parte, se entiende que los socios no toman la decisión de invertir en una sociedad para adquirir un voto doble pasados dos años, sino por la confianza que se tengan en su modelo de negocio.

7.11. Las acciones de lealtad en las salidas a bolsa.

Hay autores que defienden la introducción de las *loyalty shares* solo en relación con las salidas a bolsa, argumentando que en las sociedades cotizadas el riesgo de introducir las acciones de lealtad por mero oportunismo es alto, pues los socios de control, aunque la empresa pueda perder inversores, siempre tienen algo que ganar: una mayor concentración de poder. Por el contrario, en las sociedades no cotizadas, se entiende que los fundadores arriesgan mucho y solo procederán a la salida a bolsa si están seguros de poder colocar en el mercado las acciones con menor poder de voto¹²³. Por ello, es un aspecto que merece una especial atención.

Con respecto a las sociedades que vayan a salir a bolsa y quieran incluir estatutariamente las acciones de lealtad, el régimen italiano prevé, excepcionalmente, la posibilidad de que se compute como plazo mínimo de lealtad la titularidad de las acciones anterior a la inscripción del registro y, por tanto, a la salida de bolsa (art. 127 quinquies.7 *TUF*). De esta manera se estaría facilitando, sobre todo, la financiación de empresas sin que los dueños pierdan el control, lo que puede ser especialmente interesante para empresas donde el perfil de los fundadores sea especialmente importante (p.ej. en el sector tecnológico), como ya se mencionó en su momento.

El art. 527 octies del texto proyectado incorpora esta misma solución al derecho español, previendo un régimen especial para las sociedades que vayan a salir a bolsa. Este artículo establece una retroactividad en cuanto a la antigüedad, pero no con respecto al registro, de forma que en el caso de los socios que alegasen una posesión superior a dos años

¹²³ Gurrea-Martínez, A., “Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas”, *op.cit.*, pp. 10-11.

anterior a la salida a bolsa, podrán inscribirse en el registro especial antes de la misma, gozando así sus acciones inscritas de un voto doble que les permitirá mantener el poder tras el ofrecimiento de valores ordinarios al público. Por el contrario, los accionistas que acrediten un plazo de titularidad inferior a los dos años antes de la salida a bolsa, verán reiniciado su cómputo desde la inscripción en el registro especial que se cree con razón de la salida a bolsa, a efectos de determinar el plazo mínimo de titularidad. Por lo tanto, el registro especial deberá de crearse antes de la salida a bolsa y solo se inscribirá a los leales antes de la misma para que sean los únicos que puedan disfrutar del privilegio del voto adicional. En cualquier caso, esto es criticable en cuanto que se puedan dar problemas a la hora de acreditar la condición de socio leal. Sin embargo, el apartado primero del mencionado artículo parece que deja abierta la posibilidad a que puedan obtener el voto doble los socios leales, que no sean capaces de acreditar su titularidad ininterrumpida mínima de dos años, a través de una cláusula estatutaria.

El cómputo del plazo de lealtad de todos los demás accionistas, independientemente de que hubiesen participado en la sociedad antes de la salida a bolsa por un plazo menor de dos años, comenzará el día de admisión a cotización de las acciones si nos ceñimos a la literalidad del art. 527 octies del texto proyectado. Esto es claramente injusto para aquellos socios no leales que hubiesen participado con anterioridad a la salida a bolsa.

De todo ello, se concluye que la redacción del art. 527 octies del texto proyectado es confusa por lo que parece necesario interpretarlo en combinación con la regulación que den las sociedades a su propio registro especial en virtud de su libertad estatutaria.

8. CONCLUSIONES.

Tras haber analizado y valorado el fundamento, origen, funcionalidad y los aspectos que deben preverse en el régimen jurídico de las acciones de lealtad, cabe concluir lo siguiente:

- 1) Hoy es casi unánime la exigencia de alinear los objetivos de las empresas con el largo plazo. Aunque no exista evidencia empírica concluyente que demuestre la incompatibilidad entre el corto y el largo plazo ni una relación causal directa entre el largo plazo y una mayor sostenibilidad empresarial, lo cierto es que es una concepción que sostienen reguladores, inversores y sociedades emisoras de todo el mundo.
- 2) La confianza en los planes de negocio es la base fundamental que permite el alineamiento de inversores y empresas con el largo plazo. Sin embargo, eso no quiere decir que normativamente no deban incentivarse comportamientos consistentes con esos objetivos a largo plazo. Estas medidas pueden ser fiscales, o regulatorias (p. ej. incentivos medioambientales o de patentes, obligaciones de transparencia), dirigidas a los inversores institucionales o a las sociedades (p.ej. publicación de políticas e informes sobre cumplimiento y evolución de parámetros no financieros) y, también, societarias, cuya articulación debe hacerse mediante un menú de instituciones puesto a disposición de accionistas y sociedades. A esta categoría pertenecen, en derecho comparado, las distintas modalidades de *loyalty shares* o acciones de lealtad.
- 3) En un mundo global, con inversores situados en todas las partes del mundo y en el que la ruptura de facto del principio de proporcionalidad entre nominal y voto es una realidad, la previsión de las *loyalty shares* en el ordenamiento jurídico español, tal y como han hecho países de nuestro entorno, puede postularse como necesaria para evitar que las sociedades españolas se encuentren en inferioridad competitiva. En efecto, la introducción de las acciones de lealtad en España para sociedades cotizadas y que soliciten su admisión a cotización es una cuestión de política legislativa. Las *loyalty shares* producen efectos tanto positivos como

negativos, pero parece recomendable permitir su previsión con el fin de aumentar la competitividad de nuestra bolsa de valores frente a la de los países vecinos, algunos de los cuales ya las prevén. En especial, hay un claro consenso en que su previsión es claramente positiva y necesaria para las salidas a bolsa, de modo que se facilite la financiación sin que tenga lugar una pérdida sustancial de control.

- 4) Los efectos que producen las acciones de lealtad y, por tanto, la ruptura del principio de proporcionalidad, dependerán de las características concretas (p. ej. grado de dispersión accionarial) de las sociedades, así como de las circunstancias que las rodean (p. ej. régimen jurídico del país donde operan).
- 5) La forma más común de la articulación de las acciones de lealtad es la de la concesión de derechos de voto adicionales. Su incompatibilidad con el principio de proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto en las sociedades anónimas, consagrado en los arts. 96.2 y 188.2 LSC, hace que su admisibilidad requiera de una reforma legal. De este modo, las acciones de lealtad se configurarían como una excepción al principio de proporcionalidad, como lo son las cláusulas limitativas del derecho de voto y las acciones sin voto.
- 6) Puesto que los efectos que producen las acciones de lealtad varían según el caso concreto, son las sociedades las que mejor pueden decidir sobre su introducción. Por eso deben ser ellas las que decidan, de acuerdo con sus características y necesidades, si las introducen o no, en aplicación del principio de autonomía de la voluntad. Los textos proyectados españoles señalan, a diferencia de alguno de los de derecho comparado, que su introducción debe acordarse por decisión de la junta general de accionistas de la sociedad (sistema *opt in*).
- 7) Al contrario que las acciones de voto plural, las acciones de lealtad no conforman una nueva clase de acciones, sino que son acciones ordinarias cuya inscripción voluntaria en un registro especial y el mantenimiento de su titularidad durante al menos 24 meses ininterrumpidos en el mismo, dan derecho al privilegio del voto doble. En consecuencia, su existencia está ligada a la condición de su propietario como socio leal y no a la acción en sí misma, lo que implica la extinción del privilegio con la mera transmisión. La delimitación de las transmisiones que, por excepción, permiten el mantenimiento del voto de lealtad, la forma en que su

titular puede beneficiarse del voto doble y su acreditación y publicidad son, también, aspectos fundamentales de su régimen jurídico.

- 8) En cualquier caso, el voto aumentado tiene implicaciones que van más allá del derecho de sociedades como la comunicación de participaciones significativas y la toma de control a efectos de las OPAs obligatorias.
- 9) El texto proyectado en España es muy cauteloso: requiriendo de quórums y mayorías reforzadas para la introducción de la cláusula estatutaria que las prevea y exigencias menores para su supresión.

9. BIBLIOGRAFÍA.

9.1. Doctrina.

- Aghion, P., Van Reenen, J., Zingales, L., “Innovation and Institutional Ownership”, *American Economic Review*, Vol. 13, No.1, 2013, (disponible en <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/aer.103.1.277>).
- Alborch Bataller, C., *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, Tecnos, 1977.
- Alfaro Águila-Real, J., “Accionistas significativos y protección de accionistas dispersos”, *Almacén de Derecho*, 30 de enero de 2012 (disponible en <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2012/01/accionistas-significativos-y-proteccion.html>).
- Anabtawi, I, Stout, L., A., “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”, *Cornell Law Faculty Publications*, Working Paper No. 718, marzo de 2008, (disponible en <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1825&context=facpub>).
- Bebchuk, L., Hirst, S., “Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy”, *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 433/2018, Febrero 2020, (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3282794).
- Bebchuk, L., Brav, A., Jiang, W., “The Long-Term Effects of Hedge Fund

- Activism”, *Columbia Law Review*, 2015, (disponible en <https://columbialawreview.org/wp-content/uploads/2016/04/Bebchuk-Brav-Jiang.pdf>).
- Bebchuk, L., “The myth that insulating boards serves long-term value”, *Columbia Law Review*, Vol. 113, octubre de 2013, (disponible en https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/30006173/Bebchuk_755.pdf?sequence=1).
 - Berle, A., A., Means, G., C., *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, 1932.
 - Bolton, P., Samama, F., “Loyalty-shares: Rewarding Long-term Investors”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2013, (disponible en <https://www.fir-pri-awards.org/wp-content/uploads/Article-P.Bolton-F.Samama.pdf>).
 - Brau, J.C., Fawcett, S., E., “Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice”, *The Journal of finance*, (disponible en <http://pages.nes.ru/agoriaev/Papers/Brau%20Initial%20Public%20Offerings-%20An%20Analysis%20of%20Theory%20and%20Practice%20JF06.pdf>).
 - Coffee, J.C., Palia, D., “The Wolf at the door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 41, Working Paper No. 521, 4 de septiembre de 2015, (disponible en https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2929&context=faculty_scholarship)
 - Curto, M.M., “Comentario al art.188 de la Ley de Sociedades de Capital”, Rojo, A.

y Beltrán, E., *Comentario a la Ley de Sociedades de capital*, Tomo II, CIVITAS, 2011.

- Del Castillo Ionov, R., “Comentario al art. 95 LSC. Distribución de dividendos”, Prendes Carril, P., Cabanas Trejo, R., Martínez-Echevarría, A., *Tratado de Sociedades de Capital*, 1ª edición, Aranzadi, Navarra, julio de 2017.
- Díez-Picazo, L., Gullón, A., *Sistema de Derecho Civil*, Vol. 1 (Parte general del Derecho civil y personas jurídicas), decimotercera edición, Tecnos, Madrid, 2016.
- Duruigbo, E., “Trackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia”, *Kentucky Law Journal*, vol. 100, n. 3, 2012, (disponible en: <https://pdfs.semanticscholar.org/ef15/a414b326a44d8c2c7ac51ac47802632b27d7.pdf>).
- Fernández Del Pozo, L.:
 - “Fidelización del socio mediante la concesión de ventajas corporativas. Dinámica de juegos y cortoplacismo”, *LA LEY mercantil*, n. 54, 1 de enero de 2019, pp. 1-18.
 - “La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades (loyalty shares)”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n. 152, octubre-diciembre 2018, pp. 1-36.
- Fernández Torres, I.:
 - “El voto doble por lealtad”, *Almacén de Derecho*, 15 de diciembre de 2019, p. 2, (disponible en: <https://almacenederecho.org/el-voto-doble-por-lealtad/>).

- *Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial*, Marcial Pons, Madrid, 2017.
- Gandía Pérez, E.,:
 - “Acciones de voto plural y loyalty shares. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia”, *Revista de Derecho mercantil*, abril-junio 2016, pp. 61-112.
 - “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, junio de 2016, pp. 173-203.
- García de Enterría, J. e Iglesias Prada, J.L., “Las sociedades de capital. Las acciones y las participaciones sociales. Las obligaciones (I)”, Menéndez, A. y Rojo, A., *Lecciones de derecho mercantil*, CIVITAS, Pamplona, 2017.
- García Garrido, J.M., “Una acción, un voto: el principio de proporcionalidad y control en la Unión Europea”, Martínez Flórez, A., Oleo Banet, F., Sáenz García de Albizu, J.C., *Estudios de Derecho Mercantil*, Civitas, 2010.
- Garralda, J., “La influencia del inversor institucional en la RSC de la empresa: La perspectiva de las grandes empresas españolas”, (disponible en: https://www.fundacionseres.org/Repositorio%20Archivos/Informes/INFORME_INVERSION_10.pdf).
- Garrigues, J., *Curso de Derecho Mercantil*, Tomo I, séptima edición.

- Gilson, R., Gordon, R., “The agency costs of agency capitalism: Activist investors and the revaluation of governance rights”, *Columbia Law Review*, vol. 113:863, (disponible en: <https://columbialawreview.org/wp-content/uploads/2016/04/Gilson-Gordon.pdf>).
- 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 Working Paper Serie*, abril de 2019, (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3400708).
- Hernández Guijarro, L., “Mejoras para la implicación a largo plazo de los accionistas”, *La Revista de Análisis Financiero*, IEAF, 28 de octubre de 2019, (disponible en: <https:// analisisfinanciero.ieaf.es/publicaciones-la-revista-analisis-financiero-4/modelo-normativo/143-mejoras-para-la-implicacion-a-largo-plazo-de-los-accionistas>).
- Hurtado Iglesias, S., Serra Boix., I., “Comentario al art. 275 LSC. Distribución de dividendos”, Prendes Carril, P., Cabanas Trejo, R., Martínez-Echevarría, A., *Tratado de Sociedades de Capital*, 1ª edición, Aranzadi, Navarra, julio de 2017.
- Juste Mencía, J., *Los derechos de la minoría en la sociedad anónima*, Aranzadi, Pamplona, 1995.
- León Sanz, F.J., “Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (Control-Enhancing Mechanisms, CEM). El cambio de rumbo”, *Working Paper IE Law School*, 14 de octubre de 2010, pp. 1-12.

- Lipton, M., Rosenblum, S., Wachtell, Lipton, Rosen & Katz “Do activist Hedge Funds Really Create Long Term Value?”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 22 de julio de 2014, (disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/07/22/do-activist-hedge-funds-really-create-long-term-value/>).

- Manca, P. y Manchado R., “CNMV: Propuesta de modificación de determinadas recomendaciones de CBG”, enero 2020, (disponible en <https://periscopiofiscalylegal.pwc.es/wp-content/uploads/2020/01/Periscopio-Modificaci%C3%B3n-recomendaciones-CBG-1.pdf>).

- Pendres Carril, P., “Comentario al art. 188.3 LSC”, Pendres Carril, P., Cabanas Trejo, R., Martínez-Echevarría, A., *Tratado de Sociedades de Capital*, 1ª edición, Aranzadi, Navarra, julio de 2017.

- Recalde Castells, A., “Régimen jurídico de las OPAs: Concepto, Función económica y principios de la ordenación”, Juste Mencía, J. y Recalde Castells, A., *Derecho de OPAs*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010.

- Roe, M., J.,:
 - “Corporate Short-Termism- In the Boardroom and in the Courtroom”, *The Business Lawyer*, Vol. 68, agosto de 2013, (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2239132).
 - “Stock Market Short-Termism’s Impact”, *ECGI Working Paper Series in Law*, No. 426/2018, noviembre 2018, (disponible en

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171090.

- Roncero Sánchez, A., “La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica”, Fernández Torres, I., Arias Varona, F.J., Martínez Rosado, J., *Derecho de sociedades y de los mercados financieros*, Iustel, 2018.
- Sánchez Andrés, A., “La acción y los derechos de los accionistas”, Uría, R., Menéndez, R., Olivencia, M., *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid, 1992.
- Schwab, K., “El propósito universal de las empresas en la Cuarta Revolución Industrial”, *Manifiesto Davos 2020*, 2 de diciembre de 2019 (disponible en <https://es.weforum.org/agenda/2019/12/manifiesto-de-davos-2020-el-proposito-universal-de-las-empresas-en-la-cuarta-revolucion-industrial/>).
- Vicent Chuliá, F., “¿Una acción, un voto?”, *El Notario del siglo XXI*, N°30, marzo-abril 2010 (disponible en <http://www.elnotario.es/109-hemeroteca/revistas/revista-30/1260-one-share-one-vote-en-espana-0-8352817174375818>).
- Vives Ruiz, F., “El propósito de las sociedades y el paradigma del largo plazo”, *LA LEY mercantil*, n. 61, septiembre 2019, pp. 1-5.

9.2. Legislación.

España:

- 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, 24.05.2019, (disponible en http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audien/cia/ficheros/ECO_TES_190524_AP_APL_fomento_implicacion_largo_accioni stas.pdf).
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE núm. 255, de 24/10/2015).
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE núm. 161, de 03/07/2010).

Francia:

- *Code de commerce* (disponible en <http://codes.droit.org/CodV3/commerce.pdf>).
- Loi n°2014-384 du 29 mars 2014, art. 7 (disponible en <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000028813786&dateTexte=&categorieLien =id>).

Italia:

- *Testo Unico della Finanza*, Decreto legislativo 24 febrero 1998, n. 58 (disponible en http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88).

Unión Europea:

- 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, DOUE 132, 20.5.2017.
- Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, DOUE 173, 12.6.2014.

9.3. Documentos.

Unión Europea:

- Comisión Europea, “Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies” (disponible en: https://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia_carried_out/docs/ia_2007/sec_2007_1705_en.pdf).
- Comisión Europea, “Plan de Acción de Finanzas Sostenibles” (disponible en <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final->

[report_en.pdf](#)).

- Shearman & Sterling, “Report on the Proportionality Principle in the European Union”, 2007 (disponible en: file:///C:/Users/ET.5012914/Downloads/final_report_en.pdf).
- Winter, J., “Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union”, Bruselas, 10 de enero de 2002, pp.2-3, (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322).

Otros:

- BNY Mellon, “Shareholder Rights Directive II (SRD II). Regulatory summary”, 2019, (disponible en https://www.bnymellon.com/emea/en/_locale-assets/pdf/our-thinking/shareholder-rights-directive-ii-regulatory-summary.pdf).
- Booraem, G., “Una carta a los accionistas de nuestros fondos”, *Informe Anual de Administración de Inversiones*, 15 de agosto de 2018, (disponible en <https://static.vgcontent.info/crp/intl/avw/mexico/documents/inv-stew-annual-reports-mx-es.pdf>).
- CNMV: “Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores

admitidos a negociación en mercados regulados”, ejercicio 2018, (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2018.pdf).

- CNMV, “Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados”, 2019, (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2018.pdf).
- Fink, L., “Letter to CEOs”, 2018 y 2019 (disponible en <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> y <https://www.ft.com/content/4d36db4e-1a6b-11e9-9e64-d150b3105d21>).

Informe Juntas Generales de Accionistas, 2018, (disponible en https://www.apie.es/wp-content/uploads/2018/02/XIII-FBGA-07.02_Final.compressed.pdf).

- Servicios de estudios BME, “Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas”, Julio 2019, (disponible en https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5343_La_mitad_de_la_Bolsa_espa%C3%B1ola_ya_est%C3%A1_en_manos_de_los_no_residentes).
- State Street Global Advisors, “Stewardship Report”, 2017, (disponible en <https://www.ssga.com/global/en/about-us/asset-stewardship.html>).

