



Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Reforma de las sociedades de capital.

Especial consideración a las acciones de lealtad

Presentado por:

Lucía Bernabón García

Tutelado por:

Luis Ángel Sánchez Pachón

Valladolid, 28 de junio de 2022

1. Resumen.....	3
2. Abstract.....	4
3. Metodología.....	5
4. Introducción.....	5
5. Reforma de la Ley de Sociedades de capital.....	6
5.1 Los requisitos de la Directiva (UE) 2017/828.....	6
5.2 Principales cambios en la legislación	8
5.2.1 La trasposición de la Directiva.....	8
5.2.2 Mejoras normativas adicionales.....	11
6. Las acciones de lealtad, análisis de su desarrollo y aplicación.....	16
6.1 Concepto y características.....	16
6.1.1 Pacto estatutario y derecho de voto doble.....	16
6.1.2 Requisitos para la inscripción.....	18
6.1.3 Publicidad de las acciones con voto por lealtad.....	19
6.1.4 Cómputo del voto doble por lealtad.....	20
6.1.5 Transmisiones de las acciones por el accionista con voto doble.....	20
6.2 Efectos de su introducción.....	21
6.2.1 Funciones de su uso.....	21
6.2.2 Principales aspectos negativos.....	22
6.3 Relación entre la madurez de la empresa y el funcionamiento de las acciones de lealtad, mecanismos de «puesta de sol».....	25
7. Las sociedades españolas.....	27
7.1 Características del sistema español.....	27
7.2 La viabilidad de las acciones de lealtad en el sistema español.....	30
7.2.1 Las posibilidades de implementación de las acciones de lealtad en las sociedades españolas en función del grado de concentración del control.....	30
8. Las acciones de lealtad en el ámbito internacional.....	33
8.1 El doble voto en Francia.....	33
8.2 El voto maggioritario en Italia.....	34
9. Conclusiones.....	35
10. Bibliografía.....	37

1. RESUMEN

El espíritu legislador busca adaptar las normas a los continuos cambios que viene experimentando el mercado en los últimos años. Entre ellos, se han observado tendencias cortoplacistas que buscan el beneficio económico en perjuicio del crecimiento sostenible.

Para adaptarse a las necesidades de la sociedad, los diversos países han ido remodelando sus ordenamientos jurídicos para así dotar de mayor flexibilidad a sus normas, fomentar la participación del accionariado y buscar la creación de valor a largo plazo. Con ello, en España se han buscado diversas fórmulas que persiguen la estabilidad y tienen en cuenta factores medioambientales y sociales. Para ello se ha llevado a cabo una reforma legislativa de su Ley de Sociedades de Capital. Por tanto, en este trabajo, corresponde analizar los principales cambios que buscan conseguir un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas, facilitándoles el ejercicio de sus derechos y fomentar, a su vez, la viabilidad de las empresas, evitando posibles riesgos para la estabilidad del mercado y de la economía.

De esta manera realizaremos un análisis exhaustivo que nos permitirá describir la figura de las acciones de lealtad, una de las principales novedades para las sociedades cotizadas y que se incorporaron tras la última reforma en el sistema español. Estas ya fueron introducidas en otros países europeos con anterioridad y han servido como base para la aplicación del derecho de voto doble en nuestro país. Con ello, podremos ver sus principales usos y características, así como los inconvenientes que estas presentan tanto en España como en Francia o Italia, donde tienen mayor trayectoria.

Palabras clave: Acciones de lealtad, derecho de voto, sociedad cotizada, Junta General

Clasificación JEL: G32; M10

2. ABSTRACT

The legislative spirit seeks to adapt the regulations to the continuous changes that the market has been experiencing in recent years. Among them, short-term tendencies have been observed that seek economic benefit to the detriment of sustainable growth.

To adapt to the needs of society, the various countries have been remodeling their legal systems in order to provide greater flexibility to their regulations, encourage shareholder participation and seek to create long-term value. With this, in Spain various formulas have been sought that pursue stability and take into account environmental and social factors. To this end, a legislative reform of its Capital Companies Law has been carried out. Therefore, in this work, it is necessary to analyze the main changes that seek to achieve a modern legal framework for greater participation of shareholders, facilitating the exercise of their rights and, in turn, promoting the viability of companies, avoiding possible risks for the stability of the market and the economy.

In this way, we will carry out an exhaustive analysis that will allow us to describe in depth the figure of loyalty actions, one of the main novelties for listed companies and which was incorporated after the reform in the Spanish system. These have already been introduced in other European countries previously and have served as the basis for the application of the right to double voting in our country. With this, we will be able to see their main uses and characteristics, as well as the inconveniences that they present both in Spain and in other countries such as France or Italy, where they have a longer history.

Palabras clave: Loyalty shares, voting right, listed company, General Meeting

Clasificación JEL: G32; M10

3. METODOLOGÍA

Para posibilitar la elaboración del presente trabajo se ha llevado a cabo un análisis legislativo, recurriendo a la revisión bibliográfica de diferentes fuentes y atendiendo principalmente a diversas revistas científicas de Derecho. Se han tenido en cuenta no solo a autores del ámbito nacional sino también del panorama extranjero, donde se obtiene una mayor riqueza de información y opiniones más consolidadas. Esto es debido al recorrido legislativo más extenso que encontramos a lo largo del territorio europeo sobre el contenido que nos incumbe.

Se ha atendido a su vez a diversos informes llevados a cabo tanto por organismos oficiales como del entorno privado, para así poder ofrecer una visión más completa de las sociedades españolas y de las posibilidades de estas en la actualidad y en los próximos años. Complementariamente, se han tenido en consideración diversos estudios para reforzar el análisis legislativo con evidencia empírica.

4. INTRODUCCIÓN

En el territorio español la norma que recoge las fórmulas bajo las cuales quedan sometidas las sociedades de capital es la Ley de Sociedades de Capital. Con el paso de los años, esta ha venido experimentado grandes cambios. Uno de los principios que tradicionalmente caracterizaba el funcionamiento de las sociedades cotizadas era el principio de proporcionalidad, respaldando la idea de que “una acción equivale a un voto”. Es por esto por lo que, una de las modificaciones que más llaman la atención sobre la reforma de la Ley de Sociedades de Capital es la incorporación de las acciones de lealtad, figura que aparece nueva en nuestro ordenamiento y que, por ello, no existe por el momento una investigación firme al respecto ni jurisprudencia a la que atender. Los antecedentes que preceden a la reforma serían principalmente, un cambio en la mentalidad legisladora, en la que se busca fomentar la implicación de los accionistas en las sociedades cotizadas, especialmente a largo plazo. Esta cuestión comienza a plantearse en el Plan de Acción de 2003 de la Unión Europea que busca potenciar una mayor participación de los accionistas a largo

plazo, acudiendo a mecanismos internos¹. Tras estos planteamientos se preparan las bases para su posterior reconocimiento en la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. En general, se persigue una postura más relajada rompiendo con la tendencia de proporcionalidad entre el capital y el voto que anteriormente promovía la iniciativa de la Comisión Europea².

Estos cambios que se han venido experimentando, y el posterior reconocimiento de las acciones de lealtad muestran la relevancia de este tema para el desarrollo del trabajo. Por ello en este trabajo se analizará las posibilidades dentro del ordenamiento jurídico de aplicar una figura como la de las acciones de lealtad, dificultado en gran medida por una serie de limitaciones que presenta el derecho de voto. Con el fin de asegurar una gestión más eficiente de la empresa analizaremos así también las consecuencias de su aplicación. A su vez, se ofrecerá una visión panorámica de las características que presenta este tipo de acciones en aquellos países en los que ya han sido implementadas.

5. REFORMA DE LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL

5.1 Los requisitos de la Directiva (UE) 2017/828

Aproximando al contexto actual el 24 de marzo de 2021 fue aprobado por las Cortes Generales la Ley 5/2021 de 12 de abril, por el cual queda modificado 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. Esta introduce importantes novedades en materia de regulación de las sociedades españolas y tiene por objeto transponer al ordenamiento jurídico español la Directiva (UE) 2017/828. Entre los principales cambios destacamos las acciones con voto

¹ COMISIÓN EUROPEA, “Plan de acción: derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo”. Comunicado de 12 de diciembre de 2012. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:52012DC0740>

² COMISIÓN EUROPEA, “Report of the High Level Group of Company Law experts on Issues Related to Takeover Bids”, Bruselas, 2002, pp.3 y ss.

doble, contempladas en la subsección cuarta titulada acciones con voto por lealtad (artículos 527 ter a 527 undecies).

Con objeto de adaptar el ordenamiento jurídico español a los requisitos contemplados en la Directiva (UE) 2017/828 surgió la necesidad de modificar la regulación vigente. El objetivo perseguido fue fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas para garantizar que las decisiones se adopten con vistas a una estabilidad a largo plazo de la sociedad y tenga en cuenta factores medioambientales y sociales además de buscar como resultados facilitar la identificación de los accionistas y los flujos de información entre los accionistas y la sociedad, mejorar la supervisión de la remuneración de los administradores, regular las operaciones con partes vinculadas, e introducir una mayor transparencia.

Además, introduce algunos derechos adicionales recogidos en el preámbulo de la Ley 5/2021, de 12 de abril. Entre los cuales nos encontramos, por ejemplo, en materia de operaciones con partes vinculadas, el requerimiento de que la operación se anuncie públicamente. Se exige a su vez que cada país de la UE decida si será necesario publicar un informe que valore si la operación es razonable desde el punto de vista de la sociedad y de los demás accionistas, y así mismo contempla la posibilidad de requerir la aprobación de los accionistas.

Por otro lado, la Directiva exige una mayor concreción en la política sobre la remuneración de los administradores³. “Las sociedades tendrán que establecer una política de remuneración de los administradores, vinculada a la estrategia empresarial e intereses y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad, y no a objetivos a corto plazo, y los accionistas tendrán derecho a votar sobre dicha política en la junta general” (Cebrián, 2018). Para ejercer su derecho se someterá a votación como mínimo cada 4 años, y el voto podrá ser consultivo o vinculante, a elección de cada país de la UE. También existirá el derecho a votar sobre los informes de remuneración anual que facilitan información sobre la remuneración

³ Una de las novedades más importantes en el gobierno corporativo a nivel internacional de los últimos años. En 2002, Reino Unido obligó a las compañías cotizadas británicas a publicar un informe anual de remuneraciones y a someterlo a voto consultivo de la junta general. Desde entonces, este derecho se ha introducido, con distintas variaciones, en diversas jurisdicciones.

de cada administrador individual durante el ejercicio anterior. La política de remuneración y los informes también tendrán que revelarse públicamente.

En tercer lugar, tal como se señala en la exposición de motivos de la Ley 5/2021, de 12 de abril, se incorpora el derecho a que las sociedades identifiquen a sus accionistas y a obtener información sobre la identidad de los accionistas de parte de cualquier intermediario que disponga de esa información. Estos tendrán que transmitir la información requerida de inmediato. Esta norma tiene su fundamento en facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas y su implicación en la sociedad. Por otro lado, destaca que los países de la UE pueden aplicar un umbral de una posesión mínima del 0,5 % de las acciones o derechos de voto antes de que una sociedad pueda solicitar la identificación del accionista.

Asimismo, la Directiva requiere la publicación de una política de implicación de los accionistas, o una explicación de por qué no se ha realizado. La llevarán a cabo los inversores institucionales y los gestores de activo. Además, se deberá incluir anualmente la información que corresponda sobre cómo se ha aplicado la política, informando sobre cómo se ha votado en las votaciones más importantes. En conjunto, se busca fomentar la transparencia y con ello promover una visión más largoplacista de las estrategias de inversión.

A su vez, y de acuerdo con los requisitos de transparencia los asesores de voto (encargados de investigar, asesorar y recomendar cómo votar) deberán comunicar el código de conducta que aplican o informar los motivos por los que no aplican dicho código.

En adición, respecto a la participación en juntas mediante soportes electrónicos, la directiva se manifiesta prohibiendo que los países de la UE mantengan cualquier restricción a la misma. Lo mismo ocurrirá con la designación de representantes a través de medios electrónicos. El resultado de la votación se deberá publicar en un plazo máximo de 15 días, considerando que los distintos países pueden fijar plazos más cortos.

5.2 Principales cambios en la legislación

5.2.1 La trasposición de la Directiva

Al analizar la transposición de la Directiva al ordenamiento jurídico español se observan una serie de mejoras en el ámbito del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España. Los cambios más destacables serían en los ámbitos siguientes:

- Operaciones vinculadas

Se denominan operaciones vinculadas “aquellas que se realizan entre personas físicas o jurídicas entre las cuales existe un determinado grado de vinculación entre ellas, ya sea porque pertenecen a un mismo grupo empresarial, comparten administradores, tienen accionistas comunes, o porque existe una relación familiar de primer o segundo grado entre las personas que realizan la operación” (FERNÁNDEZ DE LA CIGOÑA FRAGA, 2016). De este mismo modo, otros autores las definen como “transacciones económicas realizadas entre sujetos con una relación de dependencia entre sí, que son los sujetos que la LIS califica como vinculados” (LAGOS RODRÍGUEZ y ALCARAZ RUIZ, 2015, p.110).

La reforma incluye una serie de modificaciones derivadas de la Directiva en el régimen de operaciones vinculadas. La Ley establece, la obligación de publicar la información relevante relativa a aquellas operaciones que superen determinados umbrales cuantitativos, acompañada con un informe elaborado por la comisión de auditoría, a más tardar en el momento de su celebración. Cabe destacar que tras la reforma se aplican requisitos más estrictos para que se dé lugar a la vinculación con el administrador. Se amplía la lista del art. 231.1 LSC, incluyéndose tanto a los socios representados por el administrador en el órgano de administración, así como a las sociedades en las que el administrador ejerce en un puesto relevante de la misma o tiene una participación igual o superior al diez por ciento del capital o de los derechos de voto.

Por otro lado, la reforma establece la obligación de informar a la Junta en aquellos casos en los que se presente “conflicto de interés”.

- Remuneraciones:

Los cambios en la regulación nacional requieren un mayor nivel de detalle en la política de remuneraciones y en el informe anual sobre remuneraciones. Además, la normativa en España es más exigente que la Directiva. Está establecido un plazo de tres años durante los cuales puede estar vigente la política de remuneración antes de que sea aprobada por la junta general de accionistas. Por otro lado, el voto de la junta general de accionistas está considerado como vinculante. La aplicación de este régimen ha tenido resultados positivos para las sociedades cotizadas, por lo que esta Ley no introduce cambios en los elementos esenciales, aunque si introduce alguna modificación en el informe anual de remuneraciones, exigiendo un mayor nivel de detalle como consecuencia de la transposición de la Directiva.

- Identificación de los accionistas

El derecho de las sociedades a identificar a sus accionistas está recogido en nuestro régimen legal de sociedades. A pesar de que la Directiva permite que los países de la UE establezcan un umbral de posesión mínima del 0,5 de las acciones o derechos de voto antes de que una sociedad pueda solicitar la identificación del accionista, la Ley mantiene este derecho en favor de las sociedades sin aplicar esta limitación.

- Transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto

Para cumplir los requisitos de la Directiva esta ley incorpora una serie de novedades en materia de transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto⁴.

La Ley 5/2021, de 12 de abril modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión

⁴ Los asesores de voto son una figura que ha adquirido gran relevancia en los últimos años. Cada vez, son más los inversores que contratan a estos profesionales para así determinar cómo ejercer los derechos de voto asociados a sus inversiones. El motivo de su incipiente importancia radica principalmente en la obligación de que los inversores institucionales ejerzan diligentemente en sus inversiones los derechos políticos y económicos.

colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. La modificación legal tiene por objeto obligar a las sociedades gestoras de estas instituciones y entidades a elaborar y publicar una política de implicación.

La política de implicación debe incluir, entre otros, una explicación sobre cómo incorporan la implicación de los accionistas en la política de inversión y cómo han votado en las votaciones más importantes y, en su caso, el recurso a los servicios de asesores de voto.

- Participación en las juntas por medios electrónicos

Se modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, añadiendo un nuevo artículo 182 bis⁵: “los estatutos podrán autorizar la convocatoria por parte de los administradores de juntas para ser celebradas sin asistencia física de los socios o sus representantes”. Además, tal como se redacta en el artículo 181: “Las respuestas a los socios o sus representantes que, asistiendo telemáticamente, ejerciten su derecho de información durante la junta se

⁵ “1. Adicionalmente a lo previsto en el artículo anterior, los estatutos podrán autorizar la convocatoria por parte de los administradores de juntas para ser celebradas sin asistencia física de los socios o sus representantes. En lo no previsto en este precepto, las juntas exclusivamente telemáticas se someterán a las reglas generales aplicables a las juntas presenciales, adaptadas en su caso a las especialidades que derivan de su naturaleza.

2. La modificación estatutaria mediante la cual se autorice la convocatoria de juntas exclusivamente telemáticas deberá ser aprobada por socios que representen al menos dos tercios del capital presente o representado en la reunión.

3. La celebración de la junta exclusivamente telemática estará supeditada en todo caso a que la identidad y legitimación de los socios y de sus representantes se halle debidamente garantizada y a que todos los asistentes puedan participar efectivamente en la reunión mediante medios de comunicación a distancia apropiados, como audio o video, complementados con la posibilidad de mensajes escritos durante el transcurso de la junta, tanto para ejercitar en tiempo real los derechos de palabra, información, propuesta y voto que les correspondan, como para seguir las intervenciones de los demás asistentes por los medios indicados. A tal fin, los administradores deberán implementar las medidas necesarias con arreglo al estado de la técnica y a las circunstancias de la sociedad, especialmente el número de sus socios.

4. El anuncio de convocatoria informará de los trámites y procedimientos que habrán de seguirse para el registro y formación de la lista de asistentes, para el ejercicio por estos de sus derechos y para el adecuado reflejo en el acta del desarrollo de la junta. La asistencia no podrá supeditarse en ningún caso a la realización del registro con una antelación superior a una hora antes del comienzo previsto de la reunión.

5. Las respuestas a los socios o sus representantes que ejerciten su derecho de información durante la junta se registrarán por lo previsto en el artículo 182.

6. La junta exclusivamente telemática se considerará celebrada en el domicilio social con independencia de dónde se halle el presidente de la junta.

7. Las previsiones contenidas en este artículo serán igualmente aplicables a la sociedad de responsabilidad limitada.”

producirán durante la propia reunión o por escrito durante los siete días siguientes a la finalización de la junta”.

Las juntas podrán llevarse a cabo de forma exclusivamente telemática, donde regirán las normas aplicadas en el caso de las juntas presenciales, pudiendo llevar a cabo adaptaciones si así fuese necesario. En todo caso, habrá que asegurar que la identidad y legitimación de los socios esté garantizada, y que cuenten con los soportes electrónicos adecuados para el desarrollo efectivo de la reunión.

5.2.2 Mejoras normativas adicionales

Al elaborar la nueva Ley se ha considerado oportuno introducir una serie de mejoras adicionales, al margen de las disposiciones de la Directiva. Estos cambios son en materia de funcionamiento de los mercados de capitales y de gobierno corporativo.

Algunas de estas modificaciones tratan temas tales como:

- Ampliaciones de capital y obligaciones convertibles

Tal como se refleja en el informe elaborado por Cuatrecasas (2021), la pandemia causada por la COVID-19 ha causado severos estragos en la capacidad de financiación de las empresas. Para facilitar la situación, se han incluido diversas medidas dentro del régimen especial de las ampliaciones de capital tales como: la reducción del plazo mínimo para ejercitar el derecho de suscripción preferente de quince a catorce días⁶, la presunción del valor razonable como el valor de mercado, utilizando como referencia la cotización bursátil (nunca pudiendo ser inferior al 10% del precio de cotización), además, tal como se recoge en el art. 507 LSC salvo que en el acuerdo se establezca lo contrario, el aumento de capital será eficaz aunque la suscripción no haya sido completa.

Asimismo, en lo que respecta a la exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades cotizadas, se exigirá el informe del experto independiente previsto en el artículo 308 LSC, en aquellos casos en los que el

⁶ De quince a catorce días. Esta medida en principio busca permitir a las compañías la reducción de costes en materia de aseguramiento y costes vinculados al riesgo de mercado. Sin embargo, la utilidad de esto suscita en mi opinión cierta duda al ser un cambio del plazo muy mínimo, lo cual hace pensar que sus efectos serán también mínimos.

consejo de administración proponga la emisión de acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente por un importe que supere el veinte por ciento del capital. Por tanto, tras la reforma, cuando no se alcance esta cifra, se elimina la exigencia de informe de experto independiente. La motivación de este cambio viene dada porque entre otros, porque el alcance y virtualidad es menos relevante en los aumentos de capital de sociedades cotizadas. Además de que tal como se recoge en la legislación consolidada de la LSC: “Disponiendo de una referencia objetiva de valoración en la cotización bursátil, no tiene mayor sentido mantener un requisito que complica significativamente el proceso, especialmente en supuestos de colocación acelerada de acciones entre inversores profesionales. El informe del experto solo será necesario en dos casos excepcionales: de un lado, cuando el valor de mercado no resulte suficientemente representativo del valor razonable y, de otro, cuando el interés social exija, no sólo la exclusión del derecho de suscripción preferente, sino también la emisión de las nuevas acciones a un precio inferior al valor razonable”⁷. En cualquier caso, la sociedad cotizada, podrá obtener de forma voluntaria dicho informe.

Además, en lo que respecta a la delegación en los administradores de la facultad de aumentar el capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, la Ley distingue con claridad la figura del capital autorizado de la mera atribución a los administradores de la facultad de fijar la fecha y otras condiciones del aumento. Además, el aumento de capital debe ser como máximo del 20%⁸ del capital en el momento de la autorización la suma que podrá alcanzar el número de acciones emitidas por el consejo vía capital autorizado con exclusión del derecho de preferencia junto con el número máximo de acciones en que puedan convertirse las obligaciones convertibles (art. 506.1 LSC)⁹.

⁷ BOE núm. 88, de 13/04/2021. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2021-5773#at>

⁸ Hasta entonces se aplicaba la regla general del cincuenta por ciento.

⁹ Art. 506.1 LSC: “Cuando la junta general delegue en los administradores la facultad de aumentar el capital social podrá atribuirles también la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en relación con las emisiones de acciones que sean objeto de delegación si el interés de la sociedad así lo exigiera. La delegación para aumentar el capital con exclusión del derecho de suscripción preferente no podrá referirse a más del veinte por ciento del capital de la sociedad en el momento de la autorización.

Adicionalmente, en lo relativo a las ampliaciones de capital, se busca que las modificaciones propuestas alcancen también a las compañías de menor dimensión, cuyas acciones se negocian en sistemas multilaterales de negociación, así como a las que emitan nuevas acciones en las ofertas dirigidas a su admisión a negociación a mercados regulados. Con ello se busca facilitar la captación de capital a las mismas.

- Auditoría de cuentas

Se regula en materia de Auditoría de Cuentas, modificando la Ley 22/2015, de 20 de julio. El auditor deberá comprobar la existencia del informe anual de remuneraciones de los consejeros y a su vez se cumplirá con el requisito de establecer una comisión de auditoría a las entidades de interés público¹⁰ cuando son entidades dependientes en estructuras de grupos.

- Ley de Mercado de valores

Los principales cambios en la Ley del Mercado de Valores repercuten en el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado. Las modificaciones más destacables son: la elevación a ocho millones de euros del importe en las ofertas públicas de venta a partir del cual es obligatorio elaborar y publicar folleto¹¹. También se puede exigir folleto cuando la complejidad del instrumento financiero o del emisor así lo aconsejen.

¹⁰Tal como se indica en el art 3.5 de la ley 22/2015, ley de auditoria y tal como se define en el art. 8 del Real Decreto 2/2021, de 12 de enero, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 22/2015, de 20 de julio, tendrán la consideración de entidades de interés público:

“a) Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, las entidades de crédito y las entidades aseguradoras sometidas al régimen de supervisión y control atribuido al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y a los organismos autonómicos con competencias de ordenación y supervisión de las entidades aseguradoras, respectivamente, así como las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en el mercado alternativo bursátil pertenecientes al segmento de empresas en expansión.
b) Las entidades que se determinen reglamentariamente en atención a su importancia pública significativa por la naturaleza de su actividad, por su tamaño o por su número de empleados.
c) Los grupos de sociedades en los que la sociedad dominante sea una entidad de las contempladas en las letras a) y b) anteriores.”

¹¹ La excepción sería en el sector de las entidades de crédito. En este caso, el umbral debe permanecer en cinco millones de euros atendiendo a la complejidad de su actividad y estructura como emisores.

Además, se lleva a cabo la adaptación del canal de comunicación de infracciones a la CNMV para incluir el Reglamento (UE) n.º 2017/1129 entre los asuntos cuyo incumplimiento puede ser objeto de comunicación. Por otro lado, la consideración de la CNMV como autoridad competente y responsable de la autorización del folleto y la adaptación de la Ley al régimen sancionador de dicho Reglamento europeo.

Asimismo, para compatibilizar nuestro ordenamiento con los del resto de países europeos, se llevan a cabo otras modificaciones como suprimir la obligación de las empresas cuyas acciones cotizan en mercados regulados de publicar información financiera trimestral. Esta modificación está impulsada por distintos motivos. En primer lugar, tal como se manifestó Sebastián Albella, expresidente de la CNMV: "empresas españolas y extranjeras se habían quejado, ya que cuando cotizaban en otros mercados europeos no existía tal obligatoriedad". Por otro lado, y tal como se pronunció el Gobierno, el sistema trimestral estaba adaptado a las necesidades del crecimiento anteriores a la crisis, basadas en la búsqueda de los beneficios en el corto plazo. Esto conllevó modelos de negocio arriesgados y elevadamente apalancados. Por ello se busca reemplazarlo por una visión más largoplacista, que no se centra de forma excesiva en los resultados financieros trimestrales y que incorpora otros objetivos no financieros, como son el bienestar de los trabajadores o la sostenibilidad medioambiental. Y es que, tal como aseguró el Ministerio de Economía, "aquellas empresas viables en la sociedad y en el medio ambiente son también más sostenibles económicamente en el medio y largo plazo". En definitiva, no era coherente mantener esta obligación, ya que suponía un lastre para el conjunto de la economía, afectando al crecimiento económico.

Junto con esto, se retira a su vez la obligación de elaborar el informe anual de gobierno corporativo a las entidades emisoras de valores distintas de las sociedades anónimas cotizadas.

- Acciones de lealtad (acciones con voto por lealtad)

Tal como se desarrolla en el apartado siguiente, con la reforma de la LSC se incorpora la posibilidad de que se establezca en estatutos los derechos de voto doble. Este derecho se obtendrá cuando el titular de las acciones mantenga

durante un periodo, que generalmente será de dos años, dichas acciones en su cartera. También se le concederá este derecho a aquel inversor que haya realizado la operación de compra a través de un intermediario financiero y que, por ello, no figure como accionista.

- Otras modificaciones

Se modifica el primer apartado del artículo 225 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital para así favorecer el deber de diligencia de los administradores, de acuerdo con los requerimientos del buen gobierno corporativo.

En segundo lugar, se modifica el primer apartado del artículo 529 bis del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital por el cual se exige que los consejeros de las sociedades cotizadas sean personas físicas¹². Esta modificación atiende a la búsqueda de transparencia y buen gobierno corporativo. Sin embargo, la aplicación de esta norma va acompañada de ciertos conflictos, que se plantean entre otros momentos cuando se pierde la confianza en el consejero persona física o si se produce un cambio de control. En estos casos, tal como se pronuncia Maitane de la Peña, Directora del Departamento de M&A y Capitales Markets de KPMG Abogados “Si un accionista significativo propone el nombramiento de un empleado suyo y, posteriormente hay una pérdida de confianza o se prescinde de sus servicios, al haber sido nombrado dicho empleado como consejero persona física, no tendría obligación de dimitir”(Maitane de la Peña, 2020), por tanto, se tendría que esperar a la siguiente Junta General y reunir quorum y las mayorías estipuladas para su cese anticipado o, en su defecto, esperar hasta el plazo máximo establecido en los estatutos o los 4 años establecidos en el art.529 undecies LSC en los cuales vence el cargo como consejero (Luis Manuel García y Borja de Cárdenas, 2019; Nuria Salobral, 2020).

Además, Nuria Salobral (2020) remarca otro caso generador de conflicto. Aquel en el que se puede encontrar una sociedad familiar o formada por varios

¹² Según la disposición adicional duodécima TRLSC, como excepción a lo dispuesto en el artículo 529 bis.1, podrán ser miembros del consejo de administración aquellas personas jurídicas que pertenezcan al sector público y accedan al consejo de administración en representación de una parte del capital social

accionistas de peso al tener que elegir al representante. Esto es debido a que el consejero designado será reconocido y tendrá una posición ventajosa sobre el resto de los miembros de esa sociedad.

6. LAS ACCIONES DE LEALTAD, ANÁLISIS DE SU DESARROLLO Y APLICACIÓN

Desde el tres de mayo de 2021, con la entrada en vigor de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital, se permite la incorporación a nuestro ordenamiento de las denominadas acciones de lealtad, principal objeto de estudio del presente trabajo. A continuación, las analizaremos con mayor detenimiento, observando sus características y principales aspectos.

6.1 Concepto y características

Las acciones de lealtad son un instrumento que permite que aquellos accionistas que mantengan ininterrumpidamente las acciones de una sociedad cotizada por un periodo determinado, denominado periodo de lealtad, obtendrán el beneficio de voto doble. Es decir, les corresponderá el doble de votos que en principio obtendrían en función del valor nominal de sus acciones.

6.1.1 Pacto estatutario y derecho de voto doble

Como excepción a lo previsto en los artículos añadir 96.2 y 188.2 LSC¹³ y tal como se manifiesta J.A García-Cruces (2021), la incorporación de esta figura en nuestro ordenamiento implica romper con el principio general de proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto. Además, destaca que la introducción de estas acciones de voto doble por lealtad exige el correspondiente pacto estatutario, y que el quorum obedece a unos requisitos particulares. En el caso de que la junta se constituya con un porcentaje mayor o igual al 50% del capital total con derecho a voto, el quorum de votación será del 60% del capital presente en dicha reunión. Por el contrario, si no se alcanza el citado quorum de constitución, habiéndose constituido la junta con un porcentaje mayor o igual al 25% del capital suscrito con derecho a voto, el

¹³ Art. 96.2: "No podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia".

Art 188.2: "2. En la sociedad anónima no será válida la creación de acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto".

quorum de adopción alcanza en este caso el 75% del capital presente (Art. 527 quater LSC¹⁴).

6.1.2 Requisitos para la inscripción

De igual manera queda establecido el periodo mínimo de tenencia en dos años, pudiendo ser superior en caso de pacto en estatutos (art.527 ter LSC¹⁵). Este plazo se computa desde que el accionista solicita la inscripción de las acciones en el libro registro especial de acciones con voto doble. Por tanto, el accionista deberá solicitar su inscripción en este libro para obtener la atribución del derecho de voto doble (art. 527 septies LSC¹⁶).

¹⁴ Art.527 quater: “1. Para que la junta general pueda acordar válidamente la inclusión de la previsión estatutaria de voto doble por lealtad será necesario el voto favorable de, al menos, el sesenta por ciento del capital presente o representado en la junta si asisten accionistas que representen el cincuenta por ciento o más del capital total suscrito con derecho a voto y el voto favorable del setenta y cinco por ciento del capital presente o representado si concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital, lo que será en todo caso necesario, sin alcanzar el cincuenta por ciento.

2. Los estatutos sociales podrán elevar las mayorías y quorums previstos en el apartado anterior.”

¹⁵ Art. 527 ter LSC: “1. Como excepción a lo previsto en los artículos 96.2 y 188.2, los estatutos de la sociedad anónima cotizada podrán modificar la proporción entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto para conferir un voto doble a cada acción de la que haya sido titular un mismo accionista durante dos años consecutivos ininterrumpidos desde la fecha de inscripción en el libro registro especial contemplado en el artículo 527 septies.

A estos efectos, por voto doble se entiende el doble de los votos que correspondan a cada una de las acciones en función de su valor nominal.

2. Los estatutos podrán ampliar, pero no disminuir el periodo mínimo de titularidad ininterrumpida previsto en el apartado anterior para obtener el voto doble.

3. A efectos del cómputo del periodo de titularidad a que se refiere este artículo, se considerará que las acciones asignadas gratuitamente con ocasión de ampliaciones de capital tendrán la misma antigüedad que las que han dado derecho a dicha asignación.

4. Las acciones con voto doble por lealtad no constituirán una clase separada de acciones en el sentido del artículo 94.”

¹⁶ Art.527 septies LSC: “1. La sociedad emisora creará un libro registro especial de acciones con voto doble por lealtad que contendrá los datos previstos en el artículo 497.1. La inscripción en este libro registro en ningún caso afectará a la titularidad y legitimación para el ejercicio de los derechos de socio que se deriven de los asientos en los registros contables según lo previsto en la normativa del mercado de valores.

2. Para obtener la atribución del derecho de voto doble, el accionista deberá solicitar su inscripción en el libro registro especial, indicando el número de acciones respecto de las que pretende el reconocimiento del derecho de voto doble, y mantener la titularidad de ese número de acciones ininterrumpidamente durante un período mínimo de dos años desde la fecha de inscripción.

3. El accionista privilegiado deberá comunicar y justificar ante la sociedad, para su debida constancia en el libro registro al que se refiere el apartado anterior, cualquier transmisión de acciones que minore el número de votos por lealtad inscritos a su nombre, tanto si da lugar a su extinción como si no la determina conforme al artículo 527 decies.

4. La sociedad deberá facilitar sin demora la información que conste en este libro registro a cualquier accionista que lo solicite.

5. El accionista inscrito en el libro registro especial podrá comunicar a la sociedad en cualquier momento su renuncia total o parcial al voto doble que pueda corresponderle. En tal caso, la

Caso especial es el recogido en el art. 527 octies. Donde se describe aquella situación en la que se busca incorporar las acciones de lealtad en sociedades que soliciten la admisión a negociación en un mercado regulado. Estas sociedades “podrán incluir en sus estatutos sociales, con efectos desde la fecha de admisión a cotización de sus acciones, la atribución de voto doble por lealtad mediante acuerdo adoptado con las mayorías de constitución y votación previstas en el artículo 527 quater, creando asimismo el libro registro especial de acciones con voto doble”. En lo que a esto respecta, “los accionistas que acrediten la titularidad ininterrumpida de acciones durante el periodo mínimo de dos años podrán inscribirse en el referido libro registro especial con anterioridad a la fecha de admisión a cotización. En tal caso, los accionistas que aparezcan inscritos en el libro registro especial tendrán atribuido el doble voto respecto de las acciones a que se refiera la inscripción y desde la fecha misma de admisión a negociación de las acciones”.

6.1.3 Publicidad de las acciones con voto por lealtad

En materia de publicidad hay una serie de requisitos. Tal como aparece recogido en el Memento de Sociedades Mercantiles parte cuarta, elaborado por diversos autores relevantes en la materia, en el caso de que un accionista solicite alguna de la información recogida en el libro registro, la sociedad debe brindarle el acceso a la misma (art. 527.4 septies LSC). Por otro lado, en lo relativo a la página web de la sociedad, deberá aparecer actualizado el recuento de acciones con voto doble, así como las acciones inscritas pendientes de que se cumpla el periodo de lealtad fijado estatutariamente (art. 527.3 nonies¹⁷).

sociedad procederá a la modificación o cancelación de la inscripción correspondiente con efectos desde la misma fecha en que se comunique la renuncia.

6. El Reglamento (UE) n.º 2016/679 y en general la normativa de protección de datos de carácter personal se aplicará a los tratamientos de datos personales de los accionistas privilegiados descritos en este artículo, en los términos y condiciones que se establecen en el artículo 497.3

7. Los estatutos podrán desarrollar el modo en que deba acreditarse ante la sociedad la titularidad ininterrumpida del número de acciones, así como el modo en que deban realizarse las comunicaciones de minoración de votos por lealtad y de renuncia previstas en este artículo.

8. Mediante Orden de la persona titular del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital o, con su habilitación expresa, mediante Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se podrán concretar otros aspectos técnicos y formales relativos al libro registro complementario a que hace referencia este artículo.

¹⁷ Artículo 527 nonies LSC: “1. La solicitud de inscripción en el libro registro especial deberá ir acompañada de un certificado que acredite la titularidad de las acciones expedido por la entidad encargada del registro de anotaciones en cuenta.

6.1.4 Cómputo del voto doble por lealtad

Si analizamos el art. 527 quinquies LSC, podemos apreciar que “salvo disposición estatutaria en contrario, los votos dobles por lealtad se tienen en cuenta a efectos de determinar el quórum de las juntas de accionistas y del cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos. Para este fin, “en la lista de asistentes se hará constar, junto al carácter o representación de cada asistente, el número de acciones con que concurren y el número de votos que corresponden a dichas acciones”.

6.1.5 Transmisiones de las acciones por el accionista con voto doble.

Tal como se recoge en el art. 527 decies:

“1. El voto doble por lealtad se extinguirá como consecuencia de la cesión o transmisión, directa e indirecta, por el accionista del número de acciones, o parte de ellas, al que está asociado el voto doble, incluso a título gratuito, y desde la fecha de la cesión o transmisión.

2. No obstante y salvo disposición estatutaria en contrario, el voto doble por lealtad beneficiará también al adquirente del número de acciones al que esté asociado el voto doble si la transmisión de las acciones se produce por cualquiera de las siguientes causas, siempre y cuando ello se acredite ante la sociedad:

a) Sucesión mortis causa, atribución de acciones al cónyuge en caso de disolución y liquidación de la sociedad de gananciales, disolución de comunidad de bienes u otras formas de comunidad conyugal, como la donación entre cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o entre ascendientes y descendientes, excepto cuando se trate de accionistas de control, en cuyo caso se someterá a votación la condición de accionista con voto doble en los términos que se determinen estatutariamente.

2. Con anterioridad a la finalización del plazo de legitimación anticipada previo a una reunión de la junta general, el accionista inscrito en el registro especial de acciones con voto doble deberá acreditar la titularidad del número de las acciones con doble voto durante un período mínimo ininterrumpido de dos años computados desde la fecha de su inscripción. La acreditación de este extremo se llevará a cabo mediante la aportación de un certificado expedido a tal efecto por la entidad encargada del libro registro de anotaciones en cuenta.

3. Las sociedades cotizadas cuyos estatutos contemplen la atribución de voto doble deberán incorporar a su página web información permanentemente actualizada sobre el número de acciones con voto doble existentes en cada momento y aquellas acciones inscritas pendientes de que se cumpla el periodo de lealtad fijado estatutariamente.

4. Las sociedades cotizadas cuyos estatutos contemplen la atribución de voto doble deberán notificar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el número de acciones con voto doble existentes en cada momento y aquellas acciones inscritas pendientes de que se cumpla el periodo de lealtad fijado estatutariamente. La persona titular del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital y, con su habilitación, la CNMV, podrá fijar las condiciones en las que se remitirá esta información.”

b) Cualquier modificación estructural de las previstas en la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, ya se refiera a la sociedad accionista titular de acciones con voto doble, ya se refiera a la sociedad emisora de las acciones de lealtad siempre que, en este último caso, la sociedad resultante de la modificación estructural contemple en sus estatutos las acciones con voto doble.

c) Transmisión entre sociedades del mismo grupo.

3. El voto adicional por lealtad beneficiará automáticamente a las acciones asignadas gratuitamente con ocasión de ampliaciones de capital en relación con acciones con voto de lealtad que ya se posean.”

6.2 Efectos de su introducción

Al hacerse pública las intenciones de introducir las acciones de lealtad en España fueron numerosas las críticas hacia la reforma. A mi modo de ver, todavía es precipitado llegar a una conclusión certera sobre la efectividad de estas en nuestra economía. Por ello analizaremos los principales aspectos tanto positivos, como negativos. Con esto, se podrá analizar de una manera más certera si los perjuicios superan o no a los beneficios.

6.2.1 Funciones de uso

La introducción de las acciones de lealtad permite alcanzar una serie de objetivos. A continuación, se recogen los más destacables.

Tal como se destaca en la Ley 5/2021, de 12 de abril, la introducción de las acciones de lealtad en nuestro derecho societario busca incentivar a los accionistas a mantener su inversión en la sociedad en el largo plazo y reducir presiones cortoplacistas sobre la gestión de las empresas. Este mecanismo, sería útil al premiar el mantenimiento de las acciones en la cartera del inversor por periodos más largos, favoreciendo, por lo tanto, la estabilidad del accionariado. Junto con esto, tal como defienden autores como Alvaro, S., A. Ciavarella, A., D'Eramo, D. y Linciano, N (2014), al tener un enfoque largoplacista, los accionistas se asegurarán de que las empresas en las que realizan sus inversiones se persigan objetivos tales como el de la sostenibilidad y el interés social. Lo cual tiene un impacto muy positivo en la sociedad. A su vez, tal como destaca Borja Marqués (2019), sirven para fomentar la participación del accionariado, haciendo que se interesen por su evolución al gozar del privilegio del voto doble, acercándose con ello al objetivo del buen

gobierno corporativo. Del mismo modo, la lealtad de los socios que acompaña al uso de las loyalty shares repercute en un incremento de la lealtad de los administradores. Puesto que la influencia que se puede ejercer sobre ellos para crear políticas longevas hace que se desprendan de su visión cortoplacista. Por tanto, al facilitarse la aplicación de políticas de gobierno a mayor plazo, se incrementa como consecuencia la transparencia del gobierno corporativo de la sociedad (Sanz González, M. 2020).

Por otro lado, otro de los principales motivos de la implantación de las acciones con doble derecho de voto es promover las salidas a Bolsa. En este sentido se manifiesta Manuel del Pozo (2021), explicando que se trata principalmente del caso de las empresas familiares, donde los gestores temen que la compañía cotice en bolsa al considerar que lleva consigo la pérdida de control. Gracias a las acciones de lealtad se permite que las empresas familiares puedan salir a Bolsa con mayor seguridad. Esto es posible debido a que les correspondería el doble de derechos de voto, al ser accionistas que se mantienen por un periodo superior a dos años.

También, en aquellos casos en los que se lance una OPA hostil¹⁸, el voto doble permite dar más poder de decisión a los otros accionistas que llevan en la empresa más de 2 años y de tal manera, diluir el poder del accionista hostil (Bayón Álvarez, A. 2022).

Otro de los aspectos destacables, tal como menciona Gandía Pérez (2016), es que al romper con el principio de proporcionalidad de que “una acción equivale a un voto” se permite que el socio de control incorpore nuevos recursos financieros. Para ello, se llevará a cabo una ampliación de capital, que, en este caso, no afectará a su posición de dominio. Esto hace posible la realización de operaciones de refinanciación eficientes.

6.2.2 Principales aspectos negativos

Tal como ya se ha comentado la adopción de esta medida conllevó consigo numerosas críticas. Por ello, para poder llegar a comprender los distintos puntos

¹⁸ Se considera OPA hostil a “la oferta pública de adquisición que presenta una persona o entidad, sin la aceptación previa de los órganos de gobierno de la sociedad cuyas acciones se pretende adquirir.” (<https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&term=OPA&idlang=1>)

de vista, se deben analizar junto con los aspectos positivos, los efectos negativos de su aplicación.

Rodrigo Buenaventura, presidente de la Comisión Nacional del Mercado Valores, ha mostrado una postura reservada ante la aplicación generalizada de las acciones de lealtad. Se ha manifestado indicando que esta medida “debe ser utilizada con cierta cautela, bien explicada, de forma justificada, porque supone una separación del principio de una acción, un voto. Sería preocupante si la mayoría de las sociedades cotizadas se lanzasen en tromba a implementar esta medida modificando sus estatutos sociales, alterando con ello el valor de los derechos políticos. Y generando posiblemente una cierta sorpresa tanto en inversores institucionales como en observatorios de gobierno corporativo.” Esta posibilidad del voto múltiple ha continuado, “debería llevar un cierto mensaje de ‘utilícese con moderación’. Puede ser un instrumento que permita a algunas empresas que no cotizan dar el salto al parqué, un mecanismo temporal que evite pérdidas de control sobrevenidas. Pero su uso a largo plazo y de forma masiva puede tener un efecto secundario contraproducente, sobre todo, sobre los inversores minoristas.”¹⁹

Esto es debido a que, como con cualquier otro mecanismo que separa derechos de voto y derechos económicos, las acciones de lealtad propician la expropiación de los accionistas minoritarios, a manos de los accionistas mayoritarios. En este sentido se manifiestan Gutiérrez Urtiaga, M. et Sáez Lacave, M. (2020) afirmando que cuanto mayor sea la separación entre los derechos económicos y los derechos de voto, es más probable que se monopolice el control y que se eludan los mecanismos de rendición de cuentas de los socios de control frente a los accionistas externos. Esto, se podría mostrar con un ejemplo: Una situación que se podría plantear sería que “un accionista que con un 30 % de los derechos económicos puede controlar las decisiones de la empresa A. Supongamos que puede desviar 100 euros del beneficio de la empresa mediante una operación vinculada (por ejemplo, pagándose a sí mismo una mayor compensación en el caso de tener una posición directiva o contratando con una empresa B que le pertenece en un 100 %). El coste de esta operación para este

¹⁹ Rodríguez, F. (2021) Buenaventura: “Sería preocupante que las cotizadas se lanzaran en tromba a las acciones de lealtad”. Consenso del mercado

accionista es una reducción de la parte proporcional de su beneficio en A por 30 euros, mientras que el ingreso son los 100 euros que recibe de A por la operación vinculada. Existe amplia evidencia empírica que parece indicar que, si bien la concentración de la propiedad puede aumentar el valor de la empresa, una alta separación entre los derechos económicos y los derechos de voto disminuye el valor de la empresa. Obviamente es posible controlar una empresa grande, aunque solo se tengan un 30 % de los votos, cuando el resto de las acciones está disperso con lo cual habría una diferencia grande entre los derechos económicos, el 30 % y los de control, que serían totales. Y, claramente, los mecanismos que separan la participación o inversión en la sociedad de los derechos de voto, como es el caso de las acciones con votos múltiples, agravan el problema” (Gutiérrez Urriaga, M. et Sáez Lacave, M., 2020, pp.99)

Es por esto por lo que los socios de control no se ven sometidos al mercado y, por tanto, no ven comprometido el control si la sociedad obtiene malos resultados. Por otro lado, estos, no pueden ser retirados del control por la presión de un inversor activista o a través de una OPA.

Por otro lado, existe evidencia científica, basada en estudios como los realizados por Claessens, Djankov, Fan y Lang (2002) que muestran como una alta separación entre derechos económicos y derechos de voto perjudican el valor de la empresa. Esto es debido a que, en una empresa concentrada, donde el accionista mayoritario tiene la mayoría del control, este individuo estará interesado en los buenos resultados de las estrategias empresariales y menos incentivado a guiarse por intereses individuales. Para ello, el estudio compara mediante un análisis estadístico ocho economías distintas (Hong Kong, Indonesia, Republica de Korea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwan, Tailandia). Para todas ellas se cumple que cuanto mayor es la brecha entre los derechos de propiedad y control, menor es el valor. Siendo esta relación estadísticamente significativa para Hong Kong, Indonesia, Malasia y Tailandia. Sin embargo, cabe destacar que otros estudios, como los de Dallas y Barry (2015) muestran como la eliminación de mecanismos que separan los votos de los derechos económicos tienen un impacto positivo sobre el valor de mercado de las acciones, en cambio, en media, su adopción no lo tendría ningún tipo de impacto.

Del mismo modo, desde mi punto de vista, considero que este voto adicional provocaría el desinterés de aquellos accionistas que no posean este derecho y haría menos atractiva la entrada de nuevos inversores por lo que podría perjudicar al valor de las acciones.

En definitiva, es evidente que la incorporación de las acciones de lealtad puede llegar a perjudicar a la sociedad, y por ello, antes de su aplicación es necesario analizar para cada compañía los posibles efectos que tendrían sobre el gobierno cooperativo y en qué medida afectarían al accionista minoritario frente al mayoritario.

6.3 Relación entre la madurez de la empresa y el funcionamiento de las acciones de lealtad, mecanismos de «puesta de sol»

La fase de crecimiento de las empresas es una etapa caracterizada por elevadas necesidades de inversión, entornos competitivos y alto desarrollo. Por tanto, tal como defienden Gutiérrez Urtiaga, M. et Sáez Lacave, M. (2020) se trata del entorno más propicio para la incorporación de las acciones de lealtad. Esto, es debido a que son las empresas más indicadas para obtener los beneficios de la salida a bolsa que permite el abaratamiento del control y además al existir una alta tasa de crecimiento evitan mejor los problemas de expropiación²⁰.

Sin embargo, con las disminuciones de las tasas de inversión y crecimiento causadas por la entrada en la fase de mayor madurez de la empresa las ventajas de las loyalty shares también se ven afectadas. A su vez, se produce un incremento de los riesgos de expropiación, potenciando, por tanto, los aspectos negativos causantes de la controversia hacia este mecanismo.

En vista a estos posibles efectos, se considera dentro de la regulación la incorporación de las denominadas cláusulas de puesta de sol (cláusula de extinción o sunset provisions). Este mecanismo permite establecer una duración limitada estableciendo una fecha en la que los accionistas dejaran de

²⁰ La expropiación de los accionistas minoritarios por los accionistas mayoritarios favorecida por la separación entre derechos de voto y derechos económicos en casos de conflictos de interés cuando los derechos económicos son relativamente bajos y los de control totales (Bebchuk, Kraakman y Triantis, 2000)

beneficiarse de los derechos de voto doble. Después de este plazo pasan a ser acciones en equivalencia una acción un voto.

Gracias a esto es posible compatibilizar entre los objetivos propios del fundador de la empresa junto con los intereses de los inversores, quienes buscan una mayor seguridad en cuanto a rendición de cuentas.

De esta forma, si el fundador en el momento de salida a bolsa tiene una visión conforme con el interés de la sociedad, pero, con el paso del tiempo se desvía, la cláusula de puesta de sol sería efectiva.

Los beneficios de su aplicación son obvios, por ello en Estados Unidos son bastante comunes y cada vez más populares. Sin embargo, a pesar de sus notables aspectos positivos, al paliar con los impactos nocivos de la aplicación en el largo plazo de las acciones de voto desigual, no se contemplan las legislaciones europeas ningún tipo de cláusula que prevea su extinción. En el caso de España encontramos una excepción, puesto que contempla en el artículo 527 sexies²¹ de la Ley de Sociedades de Capital una cláusula de extinción y eliminación de la previsión estatutaria de voto por lealtad. Al transcurrir cinco años desde la fecha de aprobación estatutaria por la junta general de accionistas se deberá renovar la previsión estatutaria de voto doble por lealtad. Además, la eliminación de dicha previsión podrá tener lugar a en cualquier momento si así se acuerda en la junta general con los quorums y mayorías previstos en el artículo 201.2. Salvo en el caso de que hubieran transcurrido más de diez años desde la fecha de aprobación de la previsión estatutaria, caso en el que para su eliminación no es necesario tener en consideración el cómputo de mayorías y quórum.

El límite establecido puede basarse o bien en una fecha o en bien en unos sucesos determinados que si ocurren ponen fin al derecho de voto doble.

²¹ Art. 527 sexies LSC: “La previsión estatutaria de voto doble por lealtad deberá ser renovada en las condiciones contenidas en el artículo 527 quater transcurridos cinco años desde la fecha de aprobación estatutaria por la junta general de accionistas.

La eliminación de la previsión estatutaria de voto doble por lealtad podrá acordarse en cualquier momento por la junta general con los quorums y mayorías previstos en el artículo 201.2. En el caso de que hubieran transcurrido más de diez años desde la fecha de aprobación de la previsión estatutaria por la junta general de las acciones con voto doble por lealtad, para su eliminación no se tendrán en cuenta en el cómputo de quórum y mayorías necesarios los derechos de voto dobles.”

Al existir un límite temporal para conservar el control brindado por el instrumento de voto doble, tal como se manifiestan Bebchuk y Kastiel (2019) los socios de control pueden interpretarlo como una oportunidad para obtener los máximos beneficios privados perjudicando así el valor de la empresa y con ello, a los socios minoritarios.

Con todo, considero que la aplicación de este mecanismo mejora en gran medida la eficiencia de las acciones de lealtad y que debería incorporarse en las distintas jurisdicciones europeas al tratarse de una garantía para los inversores externos ante la incertidumbre del crecimiento de la empresa en manos de los accionistas de control.

7. LAS SOCIEDADES ESPAÑOLAS

7.1 Características del sistema español

Una vez vistas las características principales de las acciones de lealtad, así como debatido sobre las ventajas y desventajas que tiene su aplicación desde una perspectiva global, cabe estudiar el entorno de aplicación de la medida tras la reforma de la Ley de Sociedades de Capital. Es decir, buscar una visión conjunta de la naturaleza de las sociedades cotizadas en España para que, de tal modo, se pueda analizar la viabilidad de las loyalty shares en nuestro país.

En España existen cuatro grandes grupos de sociedades mercantiles: sociedad anónima, limitada, colectiva y la comanditaria. Siendo consideradas sociedades de capital, tal como recoge el artículo 1 de la LSC la sociedad de responsabilidad limitada, la sociedad anónima y la sociedad comanditaria por acciones. Es importante resaltar que las acciones de lealtad se introducen en nuestra legislación afectando exclusivamente a las sociedades anónimas cotizadas, por lo tanto, procede que el análisis se centre en este tipo.

Para poder describir el entorno donde estas sociedades se desarrollan es imprescindible considerar las características de nuestro ordenamiento jurídico. Si además consideramos la implementación de las acciones de lealtad, vemos la controversia que despierta nuestra legislación. Esto se aprecia al mostrarse un evidente rechazo hacia aquellas medidas que afectan de forma directa o indirecta a la proporcionalidad entre el derecho de voto y el valor nominal en las

sociedades anónimas (arts. 96 y 188 LSC). Hasta el momento, habían existido dos excepciones. Por un lado, la fijación en Estatutos de un número máximo de votos que puede emitir o un mismo accionista, o bien las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores (art. 188.3 LSC y art. 105.2 LSA). En segundo lugar, las acciones sin derecho de voto, que las sociedades anónimas pueden emitir por un importe nominal que no supere la mitad del capital social desembolsado (art. 98 LSC y art. 90 LSA).

La incorporación de las acciones de lealtad supone una tercera excepción. Sin embargo, dado que para su introducción en los estatutos hay que considerar una serie de requerimientos, entre ellas las mayorías exigidas, no resulta un proceso tan sencillo. Además, hay que considerar que los efectos de su implementación, tal como hemos desarrollado en apartados anteriores son diversos, y dependen de ciertos aspectos como puede ser el grado de concentración de la propiedad de las empresas donde se aplican. Por ello a continuación se analiza tomando como referencia las empresas del IBEX 35 al ser las empresas con más liquidez de la bolsa española y el principal índice bursátil de referencia. Al ver los datos reflejados en el Cuadro 1, se aprecia que existe una elevada concentración de la propiedad²².

²² Obtenido el %mínimo de capital de los accionistas significativos asignando a cada uno el porcentaje mínimo de participación.

CUADRO 1

NÚMERO DE ACCIONISTAS CON PARTICIPACIÓN SIGNIFICATIVA EN LAS ENTIDADES DEL IBEX 35

Entidades	Participación					%mínimo de capital de los accionistas significativos
	3-5%	5-10%	10-25%	25-50%	50-100%	
Acciona				2		50
Acerinox	2		2			26
ACS	1	2	1			23
Aena	1	1			1	58
Almirall					1	50
Amadeus	5	2				25
BBVA	1	1				8
B. Sabadell	4					12
B. Santander		1				5
Bankia	2				1	56
Bankinter	2	1	1			21
Caixabank	2			1		31
Cellnex Cie	9	2	1			47
Automotive	2	4	1			36
Enagás	7					21
Endesa					1	50
Ferrovial	3	2	1			29
Grifols	2	4				26
Iberdrola	1	2				13
IAG	1			1		28
Indra	4	2	2			32
Inditex		1				5
Inmobiliaria Colonial	2	3	2			41
Mapfre					1	50
Meliá	1	1		1		33
Merlin	1	1	1			18
Naturgy	1		3			13
Pharma Mar	1	2	1			23
REE	1		1			13
Repsol	2	2				16
Siemens Gamesa	1				1	53
Solaria	1	1		1		33
Telefónica	2	1				11
Viscofan	3	1	2			24

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos del «Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2020».

7.2 La viabilidad de las acciones de lealtad en el sistema español

En todo momento el legislador ha buscado solucionar con la implementación de las acciones de lealtad el problema del cortoplacismo. ¿Pero existe realmente este problema en nuestro país? Algunos autores como Gurrea Martínez (2019) defienden que no existe evidencia suficiente para asumir que el mercado español presente conflictos relativos al cortoplacismo. Más allá de esto, profesionales que han investigado los efectos del cortoplacismo coinciden en su opinión respecto a que introducir un mecanismo derecho de voto reforzado, no siempre implica una mayor permanencia del accionariado (Fernández Torres, I. 2021).

Además, tal como se refleja en el cuadro 1 las sociedades cotizadas españolas presentan un alto grado de concentración, y, por tanto, tal como se pronuncia Aurelio Gurrea Martínez (2019) la duplicación del voto provoca que los accionistas de control tengan aún más dominio sobre la sociedad agravando el riesgo mencionado con anterioridad de que accionistas mayoritarios puedan llevar a cabo ciertas conductas oportunistas que perjudiquen a los accionistas minoritarios. Del mismo modo, el oportunismo de los “insiders” también es propiciado por ciertos aspectos de la legislación española, lo que hace que el resto de las accionistas se vean reticentes a invertir en una compañía española. Estos inconvenientes que los afectan son tales como el impedimento de nombrar en la práctica a un consejero (excepcionando el caso en que se obtenga la mayoría necesaria para realizarlo mediante el sistema de representación proporcional, lo cual no es común en una sociedad cotizada) o la ausencia de la responsabilidad de los accionistas minoritarios para poder aprobar transacciones con partes relacionadas ni pueden impedir el nombramiento de los consejeros independientes asignados en la junta general. En definitiva, existe una carencia de mecanismos de protección de mercado y de procesos.

7.2.1 Las posibilidades de implementación de las acciones de lealtad en las sociedades españolas en función del grado de concentración del control

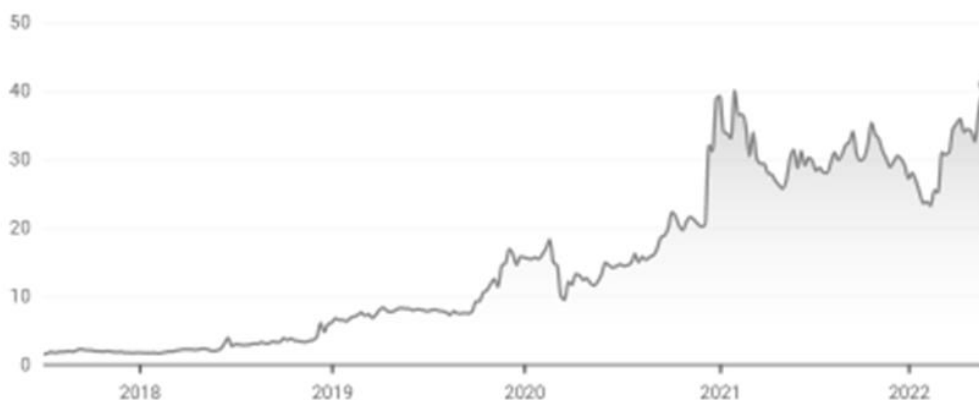
A pesar de las críticas contempladas, la propuesta de introducir las acciones de lealtad siguió adelante y dependerá de cada sociedad la responsabilidad de incorporar esta opción o no en sus estatutos.

Como hemos ido viendo, la configuración de las acciones de lealtad requiere que se alcancen las mayorías establecidas en el art. 527 quáter LSC. Por tanto, no se puede asegurar cuáles serán las sociedades que las implementarán y cuales no, aunque ya existen algunas empresas que las han introducido como veremos a continuación.

Dividiremos las sociedades en tres grandes grupos, tal como diferencian Gutiérrez Urtiaga, M. et Sáez Lacave, M. (2020):

- I. Aquellas empresas en las que el poder reside en un accionista mayoritario o un grupo de accionistas que mediante pactos parasociales se vinculan alcanzando un porcentaje de capital que supera el cincuenta por ciento. Este sería el caso más sencillo, debido a que su introducción sería fácil al abaratar los costes en cuanto a capital invertido para los accionistas mayoritarios. Este es el caso de la empresa Grenergy, que se convirtió en la primera empresa española en introducir las acciones de lealtad en sus estatutos y cuyo principal accionista, David Ruiz de Andrés, posee un 60% del capital. De este modo garantizar el control de la compañía por parte de su fundador y consejero delegado en caso de que, en una futura y previsible ampliación de capital, diluya su participación por debajo del 50%. La finalidad perseguida, tal como explica Daniel Lozano, director de Relación con Inversores y Comunicación de Grenergy, a SOCIAL INVESTOR (2021) es utilizarlo como un “mecanismo de protección para no desincentivar la realización de nuevas ampliaciones de capital, necesarias para evitar que la compañía tenga un alto apalancamiento”, y “evitar la entrada de fondos activistas a corto plazo” (Lozano Herrera, D. 2021).

GRÁFICO 1



FUENTE: Bolsas y mercados españoles. Resumen de mercados: Greenergy Renovables SA.

Al analizar la evolución de su cotización es innegable el resultado favorable que ha experimentado su cotización en el último año. El sector en el que opera la compañía es el principal propulsor de este crecimiento, aun con esto, podemos considerar que al menos, la incorporación de las acciones de lealtad no ha conllevado un perjuicio evidente.

- II. Por otro lado, un segundo grupo mayoritario en España sería el de las empresas que no están controladas por un único accionista o grupo, pero que, si se incorporase el voto doble, si que contarían con el control. En este caso Gutiérrez Urtiaga, M. et Sáez Lacave, M. (2020) es en el que se muestran más escépticas, manifestando que este es el caso que suscita más polémica y además mayor oposición por parte de los inversores institucionales.
- III. El último caso es aquel en el que la propiedad está muy dispersa y la adopción de la medida, por tanto, sería muy improbable porque afectaría mínimamente a la situación de la empresa.

8. LAS ACCIONES DE LEALTAD EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL

8.1 El doble voto en Francia

Una de las razones por las que se implementan las acciones de lealtad en nuestro sistema es para que la legislación española sea más acorde con la europea. Países vecinos gozan de una larga experiencia en esta materia, como es el caso de Francia. En este país entran en vigor en 1939 con la *Loi du 13 novembre, réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires des sociétés par actions*. Mas tarde, en 2014, se llevan a cabo una serie de modificaciones legislativas provocadas por la aprobación de la *Loi Florange*. En lo que a esta se refiere la novedad más significativa reside tal como señala Colás Ybáñez, I. (2018) en la conversión del sistema de voto doble en un sistema *opt-out*. Es decir, el derecho de voto reforzado de las acciones de lealtad se establece como la regla por defecto, siendo necesaria la previsión estatutaria para eliminarlas y contar con una mayoría cualificada de dos tercios. Los resultados obtenidos fueron el afianzamiento del régimen de las acciones de lealtad como mecanismo de control y el incremento de la implicación de los accionistas en la sociedad. Esto se ve reflejado en los datos recogidos por Deloitte Legal (2021) donde se muestra que “antes de 2014, el 60% de las sociedades cotizadas tenían contempladas las acciones de lealtad en sus estatutos. A partir de 2014 (nueva ley), el porcentaje ascendió a 70%.”

Otro aspecto importante que conviene tener en cuenta es que el derecho de voto doble, como en España, se vincula al titular de las acciones. Lo cual impide la transmisión del mismo puesto que conllevaría junto con ello su propia extinción. Sin embargo, existen ciertos casos recogidos en el art. L 225-124 del *Code de Commerce* para los cuales la transmisión no causará pérdida del derecho. Estas excepciones serían la transmisión por sucesión, la liquidación de la comunidad de bienes entre los cónyuges, la donación inter vivos en beneficio de un cónyuge o de un pariente sucesor y las transferencias como consecuencia de una fusión o escisión de una sociedad por acciones, donde el beneficio se mantiene para la sociedad absorbente o la sociedad beneficiaria de la escisión.

Así mismo, con fin de evitar los posibles efectos negativos contemplados tras su aplicación se establece en el art. L 225-125 *Code de Commerce* como medida

correctora la posibilidad de limitar los derechos de voto, siempre que esta limitación se imponga a todas las acciones sin distinción de categoría.

8.2 El voto maggioritario en Italia

En el análisis del ámbito europeo, cobra especial relevancia los cambios legislativos experimentados en Italia a raíz del cambio de domicilio social de la compañía “Fiat Chrysler Automobiles” motivado por la mayor flexibilidad que por aquel entonces gozaba el marco legal en Holanda²³ en comparación con el italiano.

Esta situación produjo ciertos cambios en la legislación italiana cuando el senado aprobó el 7 de agosto de 2014 el llamado *Decreto Competitività*²⁴. Este decreto, introdujo una nueva definición para las PYMES, estableció ciertos casos en los que se vieron reducidos los umbrales en los que es obligatorio lanzar una OPA para las empresas cotizadas en bolsa, redujo el capital social mínimo requerido para las sociedades anónimas y, la cuestión que en especial nos incumbe, la posibilidad de las empresas de incorporar acciones con derecho a voto múltiple.

Sin embargo, del mismo modo que ocurre en Francia esta novedad ya presentaba ciertos antecedentes de ruptura de la proporcionalidad entre el capital y el voto, como son las acciones sin voto o las acciones con voto limitado. Además, tal como señala Sagliocca, M. (2014), esta medida favorece que las empresas familiares, predominantes en Italia, tengan un acceso más fácil a financiación sin perder la posición de socios de control.

En lo que nos respecta, y tal como aparece en el artículo 127-quinquies Testo Unico della Finanza (TUF), nos encontramos ciertas similitudes con nuestra legislación.

Al igual que en el caso español, y siempre que se haya aprobado en Junta General por al menos dos tercios del capital representado, se conferirá el derecho de voto doble a aquellos accionistas que posean los títulos por un periodo mínimo de veinticuatro meses, pudiéndose establecer un plazo mayor si

²³ Permitiendo la desviación del principio de “una acción un voto” siempre que aparezca recogido en los estatutos, persigan un objetivo válido y la proporción de votos no sea abusiva.

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

así se acuerda. También comparten la pérdida del derecho de voto múltiple en caso de transmisión de la acción salvo transmisión mortis causa o modificación estructural. Así como el cómputo de los votos adicionales a la hora de determinar el quorum de las juntas de accionistas Salvo disposición estatutaria en contrario, los votos dobles por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de determinar el quórum de las juntas de accionistas y el cómputo de las mayorías de voto en la deliberación de acuerdos.

9. CONCLUSIONES

A raíz de la investigación llevada a cabo en el presente trabajo se pueden extraer una serie de conclusiones:

En los últimos años estamos experimentando grandes cambios que requieren la adaptación correspondiente de la legislación nacional. Para ello se ha llevado a cabo la reforma de la Ley de Sociedades de Capital persiguiendo objetivos como: fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas, facilitar la identificación de los accionistas y los flujos de información entre los accionistas y la sociedad, mejorar la supervisión de la remuneración de los administradores, regular las operaciones con partes vinculadas, e introducir una mayor transparencia. No obstante, el incluir estas modificaciones ha dado lugar a opiniones diversas que se han plasmado a lo largo del trabajo.

Entre los mecanismos incorporados en nuestro ordenamiento jurídico, las acciones de lealtad son el instrumento que mayor debate ha suscitado y del cual se ha llevado a cabo un análisis más profundo. La escasa trayectoria que tiene en nuestro país nos dificulta asegurar su éxito. Entre sus principales efectos positivos encontramos mantener su inversión en la sociedad en el largo plazo y reducir presiones cortoplacistas sobre la gestión de las empresas, lo cual diversos autores critican al negar que exista un problema de cortoplacismo. Sin embargo, considero que su incorporación si fomenta que las inversiones se hagan de acuerdo con criterios como el de la sostenibilidad y el interés social, aspectos esenciales para la supervivencia de la sociedad en la actualidad.

La configuración de la propiedad en las sociedades españolas muestra una gran concentración, lo cual puede generar posiciones abusivas de los socios de control hacia los accionistas minoritarios, quienes pueden ser desplazados. Para

evitarlo, sería necesario implementar mecanismos de control, que por el momento son escasos en nuestro país. Sin embargo, en aquellos casos que no se obtengan los resultados esperados por su incorporación, las cláusulas de puesta de sol permitirán revertir la situación, lo cual considero un aspecto muy importante a tener en cuenta.

Además, a diferencia de otros países como Francia donde su aplicación es por defecto, en España se requiere alcanzar las mayorías y quórum establecidos en el art. 527 quáter y reflejarse en los estatutos. Por lo cual, considero que su aplicación es un derecho directo de la autonomía de la voluntad de las sociedades. Por otro lado, señalar que en Italia las similitudes con nuestro sistema son grandes, entendiéndose que es necesaria la previsión en estatutos para la introducción de las mismas.

Por otro lado, al tratarse de un derecho que se obtiene al conservar durante dos años las acciones de la empresa, este mecanismo se configura como una política de fidelización. Por tanto, también se podría conseguir con otras alternativas como una política fiscal que favoreciese a aquellos accionistas que mantuviesen en cartera las acciones de la sociedad.

En fin, es importante concluir que no se puede asegurar una estructura de proporcionalidad derecho-voto óptimo sin atender al contexto en el que se desenvuelve cada sociedad, y sin antes atender al entorno jurídico, político, económico o al grado de concentración de las sociedades del país. En definitiva, las acciones de voto doble pueden ser útiles, pero es importante que vayan acompañadas de mecanismos que prevengan situaciones abusivas y limiten sus efectos negativos.

10. BIBLIOGRAFÍA

AA.VV (2021): Memento sociedades Mercantiles, parte cuarta, régimen valores mobiliarios, acciones con voto por lealtad. Lefebvre.

AA.VV (2021): «Novedades para sociedades cotizadas: reforma de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras», Cuatrecasas, Legal flash

AA.VV (2021): «Ley 5/2021: Acciones de lealtad e identificación de los accionistas y beneficiarios últimos en sociedades cotizadas», Deloitte, Iberclar.

Disponible en:

https://www.iberclear.es/docs/docsSubidos/Presentaci%C3%B3n_acciones_de_lealtad-identificaci%C3%B3n_accionistas.pdf

ALVARO, S., A. CIAVARELLA, A., D'ERAMO, D. Y LINCIANO, N. La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto múltiplo (2014). 95. Cuaderno Jurídico Consob, núm. 5.

ANTONIO NAVAS, J. (2019): "Calviño facilita la vida a las empresas en bolsa y suprime los informes trimestrales", La información. Disponible en

<https://www.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/calvino-facilita-la-vida-a-las-empresas-en-bolsa-y-suprime-los-informes-trimestrales/6502410/>

BAYÓN ÁLVAREZ, A. (2022): "¿Cómo se puede proteger una empresa española ante una opa hostil?", Cincodías. Disponible en:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/04/19/companias/1650390882_680787.html

BEBCHUK, L. A., KRAAKMAN, R. H., & TRIANTIS, G. (2000). Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. In R. Mork (Ed.), Concentrated Corporate Ownership (pp. 295-318). Chicago, EE UU: University of Chicago Press.

BEBCHUK, L. A., & KASTIEL, K. (2019): The Perils of Small-Minority Controllers. *Georgetown Law Journal*, 107, 1453-1514

BOLNCHES, G.C (2021) “Greenergy activa las acciones de lealtad para blindarse a un posible interés de «accionistas activistas»”. *Social Investor*. Disponible en: <https://www.socialinvestor.es/cotizada-esg/greenergy-activa-las-acciones-de-lealtad-para-blindarse-ante-la-entrada-de-accionistas-activistas/>

CEBRIAN, N. (2018, 29 enero): “La implicación a largo plazo de los accionistas en la remuneración de los administradores”, *Mercer*. Disponible en <https://www.mercer.es/capital-intelectual/implicacion-largo-plazo-accionistas-remuneracion-administradoresfin-ciclo-nueva-era.html>

CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J. P. H., & LANG, L. H. P. (2002): “*Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*”. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.

COLÁS YBÁÑEZ, I. (2018): “Las acciones de lealtad: una nueva alternativa en el derecho de sociedades”. Trabajo fin de Carrera. Disponible en: <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/19752/TFG%20-%20ColAs%20YbAAez%2C%20InAs.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

DALLAS, L. L., & BARRY, J. M. (2015): Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting. *Delaware Journal of Corporate Law*, 40, 541-646.

DE CÁRDENAS, B. Y GARCÍA, L.M (2019): “Ley Sociedades de Capital: consejeros de sociedades”, *Lupicinio*. Disponible en: <https://lupicinio.com/ley-sociedades-capital-consejeros-sociedades/>

DEL POZO MANZANO, M (2021, 2 mayo): “Las acciones con doble voto llegan a España”, *Expansión*. Disponible en <https://www.expansion.com/blogs/peon-de-dama/2021/05/02/las-acciones-con-doble-voto-llegan-a.html#:~:text=La%20regla%20de%20una%20acci%C3%B3n,del%20pr%C3%B3ximo%203%20de%20mayo>

FERNÁNDEZ DE LA CIGONA FRAGA, J.R. (2016): «Qué son las operaciones vinculadas, cómo se valoran y a quiénes afecta la normativa», CEF–Fiscal Impuestos. Disponible en: <http://www.fiscal-impuestos.com/que-son-operaciones-vinculadas-como-se-valoran-quienes-afecta-normativa.html>

FERNÁNDEZ DEL POZO, I. (2018): “*La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades “loyalty shares”*”. Revista de derecho bancario y bursátil nº152/2018 pp. 9-64

FERNÁNDEZ TORRES, I. (2021) “El voto adicional doble por lealtad: una reforma controvertida”. Disponible en: <https://www.elnotario.es/hemeroteca/revista-97/opinion/opinion/10760-el-voto-adicional-doble-por-lealtad-una-reforma-controvertida>

GANDÍA PÉREZ, E. (2016) “*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 nº300 p.92.

GARCIA CRUCES, J.A. (2021) Derecho de Sociedades Mercantiles tercera edición, Tirant lo blanch.

GUTIÉRREZ URTIAGA, M. Y SÁEZ LACAVE, M. (2020) “*Las acciones con derechos de voto adicionales por lealtad «acciones de lealtad» desde el análisis económico del derecho*”. ICE, Revista de Economía, nº 915, pp. 93-106.

HERRERO MORANT, R. “*Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*”. Revista de Derecho de Sociedades nº57/2019 pp.372-378

GURREA MARTÍNEZ, A (2019) “Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las “acciones de lealtad” en las sociedades cotizadas españolas”. Hay Derecho. Disponible en: <https://www.hayderecho.com/2019/06/13/un-analisis-critico-sobre-la-posibilidad-de-permitir-las-acciones-de-lealtad-en-las-sociedades-cotizadas-espanolas/>

LAFRAYA, C. (2021) “Adiós a rendir cuentas las cotizadas cuatro veces al año”. La Vanguardia. Disponible en

<https://www.lavanguardia.com/economia/20210425/7196270/empresas-cotizadas-cuentas-cnmv-normativa.html>

LAGOS RODRÍGUEZ, M.G. y ALCARAZ RUIZ, S., «El tratamiento fiscal de las operaciones vinculadas en el nuevo impuesto de sociedades», Crónica tributaria, núm. 156, 2015, p. 110.

MORENO SERRANO, E. “Aprobación de la Directiva 2017/828 sobre fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas”. Revista de Derecho de Sociedades nº50/2017 pp. 347-356

MURCIA CORRALES, J. “Cuando la economía premia la lealtad”. Cuando la economía premia la lealtad”. El correo. Disponible en <https://www.elcorreo.com/economia/tu-economia/economia-premia-lealtad-20190913165554-nt.html?ref=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F>

RODRÍGUEZ, F. (2021) «Buenaventura: “Sería preocupante que las cotizadas se lanzaran en tromba a las acciones de lealtad”». Consenso del mercado. Disponible en <https://consensodelmercado.com/es/emisores/buenaventura-seria-preocupante-que-las-cotizadas-se-lanzaran-en-tromba-a-las-acciones-de-lealtad>

SAGLIOCCA, M. (2014) “Il definitivo tramonto del principio “una azione, un voto”: tra azione a voto multiplo e maggiorazione del voto”. Rivista dil notariato, 68.

SALOBRAL, N. (2020): “La nueva Ley de Sociedades impedirá reelegir a decenas de consejeros de las cotizadas”. CincoDías. Disponible en: <https://consensodelmercado.com/es/emisores/buenaventura-seria-preocupante-que-las-cotizadas-se-lanzaran-en-tromba-a-las-acciones-de-lealtad>

SANZ GONZÁLEZ, M (2020): “¿Qué son las loyalty shares?”. Ilp abogados. Disponible en: <https://www.ilpabogados.com/que-son-las-loyalty-shares/>