



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias

Económicas y Empresariales

Trabajo fin de grado

Grado en Administración y

Dirección de Empresas

**Acciones de lealtad en las
sociedades cotizadas**

Presentado por:

Eneko Martín González

Valladolid, 31 de mayo de 2023

RESUMEN:

Podemos observar cómo los inversores tienen una perspectiva especulativa, la cual, trata de obtener un beneficio económico en vez de un crecimiento empresarial a largo plazo y una sostenibilidad de las empresas a lo largo del tiempo.

Debido a esto, la legislación de muchos países ha querido contrarrestar el efecto cortoplacista que tienen muchas sociedades cotizadas.

Los países han buscado opciones para poder eliminar estos efectos cortoplacistas y que los accionistas se impliquen en el buen funcionamiento de la empresa. Dejando de lado por parte de los accionistas como principal preocupación, la obtención de un mayor rendimiento económico y posicionando como objetivo principal tomar una mayor participación dentro de la toma de decisiones de la administración. Así, podrán contribuir a que los administradores actúen persiguiendo el interés social, la estabilidad societaria y las políticas largoplacistas. Siendo una de las formas de obtener estos resultados las acciones de lealtad o loyalty shares, que supondrán el tema principal de este trabajo.

La función principal que se persigue en una empresa con la inclusión de las acciones de lealtad es fomentar la estabilidad a largo plazo y garantizar una mayor fidelidad por parte de los accionistas. Gracias a otorgar ciertos derechos adicionales a los accionistas que mantienen sus inversiones a largo plazo, como es el derecho de voto doble. Esto romperá con el principio de proporcionalidad, una acción un voto, del cual se conforma la gran mayoría de sociedades cotizadas españolas.

A lo largo de este trabajo voy a exponer la regulación y justificación de la incorporación las acciones de lealtad. Viendo así que ventajas y desventajas podrá ocasionar en nuestro país y estudiando la incorporación en otros países como son Francia e Italia.

PALABRAS CLAVE

Cortoplacista, largoplacista, accionistas, acciones de lealtad, doble voto, principio de proporcionalidad, beneficio, sociedades cotizadas.

ABSTRACT:

We can observe how investors have a speculative perspective, which aims to obtain an economic profit instead of long-term business growth and sustainability over time. Due to this, the legislation of many countries has sought to counteract the short-term effects that many listed companies have.

Countries have looked for options to eliminate these short-term effects and to get shareholders involved in the proper functioning of the company. Shareholders are encouraged to focus less on obtaining greater economic returns and instead prioritize taking a greater stake in the management decision-making process. This way, they can contribute to ensuring that managers act in pursuit of social interests, societal stability, and long-term policies. One of the ways to achieve these results is through loyalty shares, which will be the main topic of this paper. The main purpose pursued by a company with the inclusion of loyalty shares is to promote long-term stability and ensure greater loyalty from shareholders. By granting certain additional rights to shareholders who maintain their investments in the long term, such as the right to double voting, this breaks with the principle of proportionality, one share one vote, which is the basis for the vast majority of Spanish listed companies.

Throughout this paper, I will discuss the regulation and justification for the incorporation of loyalty shares. I will examine the advantages and disadvantages that it may cause in our country and study its incorporation in other countries such as France and Italy.

KEY WORDS:

Short-term, long-term, shareholders, loyalty shares, double voting, principle of proportionality, profit, listed companies.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN

- 1.1. Propósito del trabajo
- 1.2. Estado de la cuestión
- 1.3. Metodología
- 1.4. Estructura

2. APROXIMACIÓN AL CONCEPTO

3. MARCO JURÍDICO

- 3.1. Mayorías necesarias para su aprobación o extinción
- 3.2. Inscripción en el libro de registro especial
- 3.3. Periodo mínimo de lealtad
- 3.4. Cómputo del voto por lealtad
- 3.5. Transmisión de las acciones por lealtad
- 3.6. Acciones de lealtad en la salida a bolsa

4. LAS ACCIONES DE LEALTAD EN FRANCIA E ITALIA

- 4.1. El doble voto en Francia. La Loi Florange.
- 4.2. El voto Maggiorato o reforzado en Italia. El decreto competitivà.
- 4.3. El dividendo mejorado en Francia e Italia

5. EMPRESAS QUE HAN ACOGIDO LAS ACCIONES DE LEALTAD EN ESPAÑA

6. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS ACCIONES DE LEALTAD EN NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO

- 6.1. Efectos positivos de las acciones de lealtad
- 6.2. Efectos negativos de las acciones de lealtad

7. CONCLUSIONES

8. BIBLIOGRAFÍA

1 INTRODUCCIÓN

1.1 Propósito del trabajo

En nuestro sistema societario podemos observar como la gran mayoría de las sociedades cotizadas españolas se basan en el principio de proporcionalidad, el cual relaciona el capital aportado con el voto. Las empresas que acogen dentro de su régimen legal las acciones de lealtad se separan de este principio con el fin de obtener una gestión empresarial más eficiente y que, de esta manera, participen de una forma más activa todos los accionistas. Los medios con los cuales podremos desviarnos de este principio son a través de los mecanismos de control¹. En este punto, me enfocaré en el eje central sobre el que se basa este trabajo: las acciones de lealtad.

Con todo esto, mi motivación principal para realizar este trabajo es poder exponer la inclusión de las acciones de lealtad o loyalty shares en nuestro ordenamiento jurídico. De esta manera, se podrán obtener conclusiones claras sobre la viabilidad y conveniencia de implementar acciones de lealtad y analizar si en las empresas cotizadas estas acciones son efectivas para combatir la mentalidad de corto plazo y comprometer a los inversores a largo plazo.

¹ Algunos CEM refuerzan la posición del accionista, como las acciones con múltiples derechos de voto. Mientras que otros tienen el efecto contrario, debilitar a algún grupo de accionistas, como ocurre en el caso de las acciones sin voto. En general, los mecanismos de control en el derecho societario tienen como objetivo garantizar que las empresas operen de manera eficiente, responsable y en el interés de sus accionistas y otras partes interesadas.

Texto que resume los CEM: (<https://www.perezllorca.com/wp-content/uploads/2018/07/WorkingPaper4.pdf>)

1.2 Estado de la cuestión

Para dar comienzo, es importante centrarnos en el contexto en el que estamos, para que de esta manera entendamos el motivo que justificó la implementación de las acciones de lealtad en nuestro régimen jurídico y poder contrastar las diferentes opiniones de diversos autores sobre la inclusión de las acciones de lealtad, y así poder observar si son o no beneficiosas para las empresas.

En España, desde la crisis del 2008 ha emanado una preocupación social y política con relación al acogimiento de medidas en contra de las inversiones cortoplacista, debido a que las empresas buscan una creación de valor en el largo plazo². La legislación ha querido regular esta situación.

Es aquí donde nos preguntamos si las acciones de lealtad servirán como mecanismo contra el cortoplacismo. El cortoplacismo es una estrategia de inversión, la cual tiene como objetivo responder a los cambios en los precios más que a la creación del valor en un periodo de tiempo breve.

Los inversores tienen una visión muy negativa sobre los mecanismos de control reforzado. Para una gran mayoría de los sectores los responsables al cortoplacismo son los hedge funds, ya que se caracterizan por enfocar su activismo profesional de manera especulativa³. Bien es cierto que ellos no son los únicos responsables, ya que, en ocasiones, los administradores de las sociedades desarrollan políticas de gestión en las que anteponen el beneficio a corto plazo a la sostenibilidad y rentabilidad a largo plazo.

² Algunos ejemplos doctrinales que defienden esta idea son:

FERNÁNDEZ TORRES, I. (2017) *“Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial”* Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid, p.28; GURREA MARTÍNEZ, A. (2019). *“Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas.”* Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3400708)

³ FERNÁNDEZ TORRES, I. (2019) *“El voto adicional por lealtad: a propósito del Anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades de Capital”*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº. 25, p.2.

Con respecto a la existencia del cortoplacismo en España, existen autores que sostienen que este fenómeno no sucede en España, podemos observar que en Estados Unidos parece no existir cortoplacismo cuando allí se dan unas condiciones que podrían provocarlo, como puede ser un accionariado muy disperso en las sociedades y un aumento de la figura de los hedge funds. Esto hace que tengan una mayor presión cortoplacista y, aun así, no se observa esta tendencia en Estados Unidos, por lo cual en España es menos probable⁴. En España aflora en la gran mayoría de las sociedades cotizadas la figura de accionista de control. Esto trae consigo que el poder que pudiera ostentar un accionista minoritario será menor y la estructura accionarial es más concentrada⁵.

Por otro lado, existen algunas evidencias de la problemática del cortoplacismo como puede ser que en Estados Unidos se reduce el periodo medio de posesión de las acciones en la Bolsa de Nueva York.

A pesar de que se cuestione la existencia del cortoplacismo, muchos países han querido combatir esta tendencia cortoplacista incorporando para ello mecanismos que fomenten la involucración de los accionistas en las decisiones de la empresa.

La gran mayoría de las sociedades se rigen por el principio de proporcionalidad entre capital y voto, “una acción un voto”. Hoy en día, con la inclusión de este tipo de acciones nos estamos separando de ese principio de proporcionalidad. Y es aquí donde muchos defienden la flexibilización del principio de proporcionalidad, ya que aquí se encuentra el estado de la cuestión del derecho español. Como bien recoge el artículo 188.2 LSC (Ley de Sociedades de Capital), en las sociedades anónimas prohíbe 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 su desembolso. En las sociedades anónimas se mantiene la proporcionalidad por una causa principal,

⁴ BLANCO PÉREZ, JOSÉ LUIS (2022) “*El voto doble por lealtad para el accionista de una sociedad cotizada*” Revista práctica de derecho, N°253, pp.35-36.

⁵ GURREA-MARTÍNEZ, A. (2019) “*Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas.*”, Op. cit. p.3.

que es la aportación de poder, por lo cual deberá existir proporcionalidad entre la aportación económica del accionista, el riesgo económico y el poder político que obtendrá en la sociedad gracias al voto.

Por otro lado, las sociedades anónimas pueden establecer estatutariamente un número máximo de votos a un accionista o a sociedades que pertenecen a un mismo grupo cuando su participación le conceda un derecho superior, todo esto viene recogido en los artículos 188.3 LSC y 527 LSC, todo ello con la limitación en las sociedades cotizadas en la cual no se aprobará en caso de existir OPAs que concedan al oferente el 70% o más de los derechos de voto.

Otra forma de acciones serían las acciones sin voto, las cuales se podrán emitir hasta un importe equivalente a la mitad del capital social. Esta forma de acciones toma cierta relevancia dentro de las sociedades cotizadas, ya que estas lo conciben como una forma de atracción de pequeños empresarios que no busquen un control dentro de la sociedad si no que simplemente busquen una inversión financiera.

Por otro lado, existen autores en contra de las acciones de lealtad, los cuales fundamentan su argumento en que para ellos se rompe el principio de proporcionalidad y es este el que sirve como configurador en las sociedades anónimas⁶. Los críticos al uso de las acciones de lealtad argumentan que en los países con estructuras de capital concentradas podría llegar a ser innecesario la inclusión de las acciones de lealtad, ya que en las sociedades en las que exista un accionista de control no va a ser necesario reforzar su poder dentro de la empresa gracias a las acciones de lealtad, porque ya tiene el suficiente número de votos para controlar la sociedad y en cambio el accionista minoritario seguiría sin tener un incentivo necesario para empezar a tomar parte dentro de las decisiones de la sociedad. Según Gurrea Martínez, la inclusión de las acciones de lealtad en España podría otorgar un poder adicional al accionista de control en la mayoría de las sociedades cotizadas del país, por lo que considera que no

⁶ FERNÁNDEZ LARREA, I (2020) “*El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las acciones de lealtad*”, en la Ley Mercantil, N°75, (disponible en: <https://hayderecho.expansion.com/2020/09/24/las-acciones-de-lealtad-mecanismo-de-voto-doble-en-las-sociedades-cotizadas/>); FERNÁNDEZ TORRES, I (2017) “Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial”, Op. cit. p.59 y ss.

deberían implementarse en este contexto⁷. En España, la gran mayoría de las sociedades cotizadas se caracterizan por tener el capital concentrado.

Por todo ello, la ley 5/2021 incorporó por primera vez las acciones de lealtad o loyalty shares. Estas acciones se intentaron introducir cuando tuvo lugar una revisión de la directiva sobre los derechos de los accionistas a través de una enmienda a la propuesta del 2015 pero no se introdujeron hasta el 2021 en nuestro ordenamiento jurídico. Los principales argumentos utilizados para la inclusión de estas nuevas acciones de lealtad y la separación del principio de proporcionalidad tuvieron lugar ya que se quería fomentar la implicación de los accionistas en la sociedad, y poder garantizar su permanencia en la empresa en un largo plazo y así, poder erradicar el problema de los inversores cortoplacistas. Estas acciones de lealtad podrán conferir un mayor derecho de voto siempre que hayan permanecido en la empresa por un periodo de tiempo ininterrumpido que estará fijado en los estatutos, el periodo mínimo será de dos años, aunque puede ser ampliado estatutariamente pero nunca podrá ser inferior, esto se conoce como loyalty period.

Por consiguiente, se introdujeron las acciones de lealtad.

1.3 Metodología

La metodología utilizada en el trabajo de investigación ha sido la lectura de textos legales e institucionales de autores que hayan abordado el tema de las acciones de lealtad. Me han sido muy útiles artículos extraídos de revistas como pueden ser “Revista práctica del derecho”, “Revista de derecho bancario y bursátil”, al igual que de recursos de internet de autores como Gurrea Martínez, A o Aragón Alonso, I, entre otros. Ya que dan un punto de vista propio y a la vez configuran un análisis claro del tema. Además, me ha sido de gran ayuda las tutorías que he concertado con mi tutor del trabajo de fin de grado en el que me ha guiado para llevar un desarrollo correcto del presente trabajo.

⁷ GURREA MARTÍNEZ, A. (2019). “*Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas.*”, Op. cit. pp.4-7.

Bien es cierto que al tratarse de una medida que ha entrado recientemente en el ordenamiento jurídico español, realizaré una exposición de la legislación de otros países que hayan incluido con anterioridad las acciones de lealtad en su ordenamiento jurídico, en mi caso expondré el sistema francés y el italiano.

De esta manera podré realizar una opinión crítica y fundamentada sobre el tema.

1.4 Estructura del trabajo

El presente trabajo ha sido dividido en siete apartados, los cuales han sido:

En el apartado 1, he realizado una introducción hablando sobre el propósito del trabajo y la motivación que me llevó a realizar este trabajo al igual que la metodología que he seguido para la realización del mismo. En este primer apartado también se puede observar el estado de la cuestión que nos acerca al concepto de las acciones de lealtad y nos pone en contexto.

En el apartado 2, como podemos observar he realizado una aproximación al concepto de las acciones de lealtad.

En el apartado 3, he expuesto el marco jurídico a través del cual se rigen las acciones de lealtad.

En el apartado 4, he tratado un tema muy importante e interesante que son las acciones de lealtad en Francia e Italia, analizando aquí su régimen jurídico, para que de esta manera podamos compararlo con el régimen jurídico en España. Y para finalizar este apartado realicé una exposición del dividendo mejorado y su regulación en Francia e Italia.

En el apartado 5, tras realizar la exposición del marco legal y jurídico en el que se basan las acciones de lealtad y estudiar otros países en los que ya se implementaron las acciones de lealtad decidí enfocar este apartado en la búsqueda de información sobre las empresas que han acogido las acciones de lealtad en España, de esta forma te das cuenta que su adopción por parte de las empresas hasta el momento es limitada pero que en un futuro se espera que sean una herramienta importante en el régimen jurídico español.

En el apartado 6, tras todo el análisis anterior realizado sobre las acciones de lealtad organicé todas las ideas obtenidas en las ventajas y desventajas a las

que se puede llegar con la inclusión de las acciones de lealtad, viendo así todos los efectos positivos y negativos de estas.

En el apartado 7, realicé una serie de conclusiones sobre las acciones de lealtad y todo lo expuesto en el trabajo.

2 APROXIMACIÓN AL CONCEPTO

Las acciones de lealtad se encuentran dentro del grupo de Control Enhancing Mechanism, estos agrupan una serie de instrumentos que se emplean en las sociedades cotizadas y no cotizadas para reforzar su control.

Las acciones de lealtad surgen con un cometido que es frenar la especulación y las inversiones cortoplacistas y así poder implicar a los accionistas a largo plazo, en nuestro sistema económico se aprobó la Directiva (UE) 2017/828 en referencia a la implicación a largo plazo de los accionistas y esta, modificó la Directiva 2007/36/CE.

Para poder conseguir esos objetivos que buscan las acciones de lealtad se busca premiar a los accionistas que cumplan la permanencia dentro de la sociedad por un periodo mínimo e ininterrumpido de dos años. Estatariamente se podrá cambiar este periodo, pero nunca disminuirlo, una vez el accionista cumpla este periodo tendrá mayor representación en la Junta General y por tanto mayor influencia dentro de la sociedad. Con esto se querrá motivar a los accionistas para tener una mayor permanencia dentro de la sociedad al igual que una mayor implicación en la toma de decisiones de la sociedad.

Dentro de la categoría de voto plural podemos observar que el objetivo que buscan las acciones de lealtad es distinto al que buscan las acciones de voto múltiple. Las acciones de lealtad tienen la finalidad de que el control permanezca en los accionistas que han demostrado una fidelidad o compromiso con la empresa, más adelante observaremos si se cumple, mientras que las acciones de voto múltiple se caracterizan por querer mantener el control en los socios fundadores para que no pierdan la capacidad de toma de decisiones dentro de la empresa.

Las acciones de lealtad no se consideran una nueva clase de acciones⁸, como bien establece el apartado 4 del artículo 527 ter del TRLSC (Texto Refundido de

⁸ Las clases de acciones son diferentes tipos de acciones que pueden emitir las empresas, las cuales pueden tener características y derechos diferentes que afectan a los accionistas que las poseen. Ejemplos de tipos de acciones son: ordinarias, privilegiadas, sin voto, rescatables. Las clases de acciones pueden variar según la empresa y pueden tener diferentes derechos y privilegios.

la Ley de Sociedades de Capital). Debido a que consisten en una forma de retribución para los accionistas que mantengan su participación en un periodo de tiempo establecido y de esta manera se generará una estabilidad en el accionariado. El privilegio del doble voto se encuentra ligado al accionista y no al título accionarial.

Para finalizar, en España el 12 de abril de 2021 se aprobó la ley 5/2021, con la cual se modifica la Ley de Sociedades de Capital, la cual quiere incentivar la implicación de los accionistas en el largo plazo en las sociedades cotizadas. Buscando todo esto se introdujeron las acciones de lealtad que anteriormente ya habían sido introducidas en otros países, de los cuales hablaremos más adelante.

Estas acciones no podrán emitirse por sociedades anónimas no cotizadas, por sociedades de responsabilidad limitada o cualquier otra sociedad que no sea cotizada.

Los defensores de su introducción indican que las acciones de lealtad apoyan a la estabilidad del accionariado bajo el control de grupos de capital consolidados, la consecución del interés social e implantando políticas de largo plazo. Por todo ello, los accionistas tendrán interés en obtener ese voto doble y esto traerá consigo una estabilidad empresarial a largo plazo.

3 MARCO JURÍDICO

3.1 Mayorías necesarias para su aprobación y extinción

El artículo 527 quater de la LSC establece las mayorías necesarias para la inclusión estatutaria del voto doble por lealtad, en el cual se cita: “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.”

Los estatutos de cada sociedad podrán incrementar el régimen de quorum y mayoría.

Este artículo ha sido criticado debido a que no es del todo cierto lo que señala la Exposición de los Motivos de la Ley indicando que su adopción constará de “requisitos de quorum y mayoría de votos especialmente exigente”, ya que según el artículo 194 de la LSC, se refuerzan las mayorías de votos pero no las de asistencia. Por consiguiente, esto desembocará en un perjuicio para el accionista minoritario que verá desprotegido sus intereses debido a que alcanzar el quorum en segunda convocatoria será más sencillo. Por consiguiente, lo más conveniente para haber protegido a los accionistas minoritarios hubiera sido reforzar los porcentajes mínimos de asistencia en junta general⁹.

En cambio, los requisitos para su extinción, tanto el quorum como la mayoría es menos exigente, esta supresión quedará sometida al régimen de quorum y mayoría del artículo 201.2 de la LSC Vid artículo 527 sexies LSC. Los requisitos serán:

⁹ FERNÁNDEZ LARREA, I (2020) “El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las <<acciones de lealtad>>”, Op. cit. pp.13-14.

- Se exigirá mayoría absoluta, en caso de que el capital representado supere el 50%.
- El voto favorable de al menos dos tercios, en caso de encontrarnos en segunda convocatoria y además deberá estar presente el veinticinco por ciento del capital con derecho a voto e inferior al cincuenta.

Por último, se ha de tener en cuenta, que una vez transcurridos diez años ya no se tendrá en cuenta el recuento de votos adicionales por lealtad. Esto implica una facilidad aún mayor para su supresión.

3.2 Inscripción en el libro de registro especial

Para poder optar a estas acciones dentro de la sociedad, la legislación obliga a la sociedad emisora a crear un libro de registro especial de acciones con voto doble por lealtad, lo cual viene estipulado en el artículo 527 septies de la LSC.

Para que el accionista pueda obtener ese voto doble dentro de la sociedad deberá solicitar su inscripción en el libro de registro especial. Es en este libro de registro especial donde tendrá que indiciar el número de acciones de las cuales pretende obtener ese derecho de voto doble y deberá mantener la titularidad del número de acciones de manera ininterrumpida durante el periodo mínimo que estipule la sociedad, no pudiendo ser inferior a dos años, como bien recoge el artículo 527 septies, apartado 2 de la LSC.

Los datos de los accionistas que deberán constar son los que se recogen en el artículo 497.1 TRLSC, que son:

- El nombre del accionista y los datos de contacto, dirección, correo electrónico. En caso de que se trate de una persona jurídica, será necesario su identificador único.
- El número de acciones de las que es titular.
- Si la sociedad lo solicitase, las clases de dichas acciones y la fecha desde que se ostenta su titularidad.

Todos estos datos estarán protegidos por el Reglamento (UE) 2016/679 de Protección de Datos como bien recoge el artículo 527 septies, apartado 6 de la LSC.

Una vez el socio haya cumplido estas condiciones anteriores, este deberá comunicar a la sociedad cualquier transmisión de las acciones que haga disminuir el número de votos por lealtad inscritos a su nombre. Este accionista inscrito en el libro de registro especial también podrá renunciar total o parcialmente al voto doble en cualquier momento, llegando a ese caso la sociedad procedería a la modificación o cancelación de la inscripción desde la fecha en la que se comunique la renuncia, como bien recoge el artículo 527 septies apartado 5 de la LSC. En su obra, Fernández Larrea cuestiona si la renuncia de un accionista es irrevocable o si existe la posibilidad de retractarse y volver a inscribirse en el registro.¹⁰

Para poder cumplimentar esta inscripción en el libro del registro especial, como bien nos indica el artículo 527 nonies del TRLS, el accionista deberá incorporar un certificado que acredite la titularidad de las acciones que pretenda obtener ese derecho de voto doble. Este certificado será expedido por la entidad encargada del libro de registro de anotaciones en cuenta.

Este libro de registro especial cumple una función de transparencia tanto dentro de la sociedad como en los mercados, ya que permite conocer que accionistas poseen el voto adicional por lealtad. Estas sociedades que tengan acciones de lealtad se verán obligadas a mantener actualizado el registro especial en su página web, indicando en esta página el número total de acciones de lealtad y el número de acciones ordinarias pendientes de conversión.

Por último, el artículo 527 nonies de la LSC, en su último apartado indica que todas 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. Lo que da lugar a una mayor transparencia por parte de la sociedad.

¹⁰ FERNÁNDEZ LARREA, I (2020) “El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: <<las acciones de lealtad>>”, Op. cit. p.27.

3.3 Periodo mínimo de lealtad

El voto doble se concederá a los accionistas que cumplan con una serie de requisitos.

En primer lugar, el accionista deberá inscribirse en el libro de registro especial, indicando el número de acciones de las que querrá obtener ese derecho de voto doble y este periodo de lealtad comenzará a contar desde la fecha en la que se inscribe en el libro de registro especial como ya he hablado en el apartado anterior.

En segundo lugar, según observamos en el artículo 527 ter LSC, el derecho del voto doble está condicionado al cumplimiento de un periodo de permanencia mínimo e ininterrumpido de dos años. Este es el denominado periodo de lealtad y nunca podrá ser inferior a dos años, aunque los estatutos de cada sociedad si que podrán aumentarlo.

Los estatutos de cada sociedad podrán aumentar dicho periodo, pero aquí surge un problema, ya que no hay un plazo máximo impuesto legalmente. En caso de que los estatutos de la sociedad establezcan un plazo excesivamente largo para el ejercicio del derecho de voto doble, podría comprometerse la finalidad de esta medida, lo que podría llevar a una disminución del interés por parte de los inversores¹¹. Bien es cierto que en la práctica la gran mayoría de las sociedades no aumentarán este periodo mucha más allá de los 2 años debido a que al transcurrir 10 años desde su aprobación no se tendrá en cuenta, en el cómputo de quóruns, el voto doble para la votación de la supresión de la cláusula estatutaria. Habría sido positivo por parte del legislador que al igual que se establece un plazo mínimo de permanencia se hubiera establecido un plazo máximo.

¹¹ FERNÁNDEZ TORRES, I (2021) “*El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital*”. Revista de derecho bancario y bursátil, N°.161. pp.11-54.

3.4 Cómputo del voto por lealtad

El artículo 527 quinquies LSC indica que los votos dobles por lealtad serán recogidos para poder determinar el quorum en las juntas de accionistas o para determinar las mayorías necesarias para poder adoptar una decisión, siempre y cuando, no exista previsión estatutaria en contra. El texto legal también nos indica que el quorum de constitución de la junta general previsto en los artículos 193 y 194 de la LSC se calculará sobre el número total de votos correspondientes al capital suscrito con derecho a voto, incluyendo los votos dobles. Debemos de tener en cuenta que si los estatutos lo establecen se puede llegar a limitar el derecho de voto doble para el acogimiento de ciertas medidas. Según Fernández Larrea, es conveniente establecer un límite en el número de acuerdos de la junta en los que pueda utilizarse el voto doble¹².

Es importante saber que en la lista de asistentes se deberá incluir el número de participaciones que posee cada participante, así como el número de votos asociados a esta. Esta medida tiene como objetivo involucrar al accionariado en la vida social de la empresa, ya que el voto doble es un privilegio al momento de determinar el capital en la Junta General. Con todo esto se pretende incentivar a los accionistas para que participen en la vida societaria de la empresa, ya que la obtención de un voto doble trae consigo una relevancia a la hora de calcular el capital asistente a la Junta General.

Por último, el texto indica que los votos por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas y de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición de valores y es aquí donde en la Ley 5/2021, del 12 de abril, el legislador añadió un tercer apartado en el artículo 131 de la Ley del Mercado de Valores. En este apartado se añade que en el supuesto de que algún accionista, a causa del sistema de voto doble, alcance directamente el treinta por ciento o más de los derechos de voto, dicho accionista no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de ese porcentaje, salvo que se formule una oferta pública de adquisición, en un plazo

¹² FERNÁNDEZ LARREA, I. (2020). *“El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las «acciones de lealtad»*”, Op. cit. p.15.

máximo de tres meses a contar desde la fecha en la que se hubiera sobrepasado el porcentaje. Sin embargo, estará exento de formular la OPA si, dentro de esos tres meses, renuncia o enajena a los derechos de voto excedentarios. Durante ese periodo no podrá, en ninguno de los dos casos, ejercer los derechos políticos u obtener una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3.5 Transmisión de las acciones por lealtad

Como bien nos indica el artículo 527 decies del TRLSC en su primer apartado, el voto doble por lealtad se extinguirá como consecuencia de la cesión o transmisión del accionista del número de acciones, o parte de ellas, al que está asociado el voto doble, incluso a título gratuito, desde la fecha de cesión o transmisión.

Es aquí donde observamos de nuevo el carácter subjetivo de las acciones de lealtad con voto doble, ya que se vincula al accionista y no a la acción. Es algo razonable que se acabe con el voto doble por lealtad cuando esas acciones se transmitan, a causa de que para obtener este privilegio el accionista deberá mantener las acciones durante un periodo de tiempo ininterrumpido que nunca podrá ser inferior a dos años.

El artículo 527 decies del TRLSC, establece que, si se acreditan alguna condición, salvo disposición estatutaria en contra, el voto doble por lealtad podrá seguir beneficiando al adquirente de las acciones que estén asociadas a este voto doble. Las condiciones que se deben acreditar para poder beneficiarse y que vienen recogidas en el artículo 527 decies del TRLSC son:

- Sucesión mortis causa. Cuando haya una excepción estatutariamente sobre esta regla, según lo dispuesto en el artículo 124.2 de la LSC, será exigible que la sociedad garantice un derecho de rescate para que el causahabiente pueda obtener el valor razonable de las acciones.
- La atribución de las acciones al cónyuge en la división de sociedad de gananciales u otra forma de división de bienes conyugal.

- Donaciones entre cónyuges, personas vinculadas por igual relación de afectividad o entre ascendientes y descendientes. voto doble en los términos que se determine estatutariamente.
- Cualquier modificación estructural previstas en la Ley 3/2009, se trate de la sociedad titular de las acciones o de la sociedad emisora.
- Transmisión entre sociedades del mismo grupo.

En los tres primeros supuestos que acabo de mencionar se prevé una excepción la cual trata de que cuando el adquirente sea un accionista de control, se tendrá que someter a votación la condición del accionista con voto doble en base a las acciones adquiridas en los términos que se determinen estatutariamente. De esta manera el legislador español busca limitar el enorme poder que los accionistas de control pueden obtener gracias al voto doble.

No se debe olvidar que el voto doble beneficiará automáticamente a las acciones que debido a una ampliación de capital se asignen gratuitamente por los titulares de acciones en los que ya constaban dicho derecho.

Por último, hablaremos sobre la renuncia. Es en el artículo 527 septies en el apartado 5 de la LSC, es donde indica que el accionista deberá comunicar la renuncia en cualquier momento, ya sea una renuncia total o parcial. La renuncia será irrevocable.

3.6 Acciones de lealtad en la salida a bolsa

En el artículo 527 octies de la LSC, incorpora un régimen especial para todas las sociedades que soliciten la admisión a negociación en un mercado regulado. Este artículo indica que las sociedades, a través de los quórum y mayorías expresadas en el artículo 527 quater de la LSC, podrán incluir el voto doble por lealtad en sus estatutos. Por consiguiente, todos los accionistas que cumplan con el requisito del periodo mínimo de lealtad por dos años podrán inscribirse en el libro de registro especial con anterioridad a la fecha de admisión a cotización. Por lo tanto, los accionistas ya inscritos obtendrán el voto doble desde la fecha de admisión a negociación. Por el contrario, todos aquellos accionistas que justifiquen un plazo de titularidad inferior a dos años antes de la salida a bolsa,

se restablecerá su cómputo desde la inscripción en el registro especial con razón de la salida a bolsa, para que de este modo se determine el plazo mínimo de titularidad¹³. Por consiguiente, el libro de registro especial deberá ser creado con anterioridad a la salida a bolsa. Bien es cierto que la redacción del artículo 527 octies de la LSC es confusa, por lo que para una buena interpretación lo mejor es acudir a la regulación que propongan las sociedades a su registro especial. Ya que también existe la posibilidad de que los socios que no puedan acreditar la titularidad mínima ininterrumpida de dos años obtengan el voto doble a través de una cláusula estatutaria.

¹³ GURREA MARTÍNEZ, A. (2018) *“El uso de acciones con voto múltiple como estrategia regulatoria para la atracción de salidas de bolsa”* Blog Centro de Estudios Garrigues, 2018. (disponible en: <https://blog.centrogarrigues.com/banca-y-finanzas/uso-acciones-voto-multiple/>)

4 LAS ACCIONES DE LEALTAD EN FRANCIA E ITALIA

Es en este punto donde voy a exponer las acciones de lealtad en Francia e Italia, ya que fueron dos de los primeros países en los que se implementaron.

4.1 El doble voto en Francia. La Loi Florange

Francia fue uno de los primeros países de la Unión Europea en incorporar las acciones de lealtad en sus sociedades, ofreciendo a los accionistas dividendos o derechos de voto adicionales. En el 2007 se realizó un Informe de la Comisión, el cual, analizó las empresas que contenían en sus estatutos algún mecanismo de control de los mencionados, dando como resultado que había un 58% de las empresas que usaban algún mecanismo de control. Siendo este resultado muy alto.

Centrándonos en el tema principal del trabajo, las acciones de lealtad con derechos de voto adicional fueron introducidas por primera vez en Francia en 1933 en la Loi du 13 novembre, réglementant le droit de vote dans le assemblés d'actionnaires des sociétés par actions. Aquí se recogió que mediante una previsión estatutaria se atribuirá un derecho de voto doble a los accionistas cuyas acciones estén inscritas durante un periodo mínimo de dos años ininterrumpido de un mismo socio.

El artículo 7 de la Loi Florange, de 29 de marzo de 2014 ha modificado al artículo L225-123 del Code de Commerce. Esta modificación fue una conversión a un sistema opt-out, en el cual, salvo disposición en contra en los estatutos sociales, se aplicará el doble voto de manera automática y esto es lo que le diferencia con el régimen italiano. Para que tenga lugar esa disposición en contra se necesitará una previsión estatutaria de la misma y tendrá que ser aprobada en Junta General, para ello se requerirá la adopción de un acuerdo con una mayoría de dos tercios. Misma mayoría que para su previa aprobación.

La reforma que permitió la implementación de las acciones de lealtad en Francia se basó en el Informe Gallois, que tenía como objetivo mejorar la competitividad de las empresas en el país. Esto conjeturó a las loyalty shares como un

mecanismo de control a través del cual se promovería la implicación de los accionistas dentro de la sociedad.

Esta reforma ha tenido numerosas críticas debido a que, en el 2013 un año antes de la reforma, más de la mitad de las sociedades cotizadas en Francia tenían incorporado en sus estatutos el derecho de doble voto por lo cual esta reforma se consideraba innecesaria. Además, otro de los aspectos más criticado de la regulación es que es demasiado proteccionista¹⁴. Realmente esta medida en la práctica no constituye un beneficio para los accionistas minoritarios, ya que es necesario que las acciones se incluyan en el Registro y aquí es donde surge el obstáculo que dificulta la obtención del privilegio.

Para poder suavizar los riesgos que pueden generar las acciones de lealtad, muchas sociedades en Francia implementaron medidas correctoras. Como fueron la limitación de los derechos de voto¹⁵ todo ello recogido en el artículo L 225-125 Cco. En el derecho francés existe la cláusula *grand-père*, se desarrolló para poder solventar una situación en la que se superaran los límites que obligasen lanzar una OPA de manera involuntaria. En el caso en el que una persona tenga entre un 30% y un tercio de los derechos de voto en los dos primeros años desde la entrada en vigor de la ley, esta ley fue introducida el 22 de octubre de 2020, esta persona podrá beneficiarse de manera temporal de la suspensión de la norma que obliga a realizar una oferta pública de adquisición por superar el umbral del 30%.

Hubo un cambio en la redacción del artículo que trata sobre el periodo de permanencia en la sociedad por parte de los accionistas para obtener el voto doble. El cambio consiste en la supresión de la expresión “al menos” para hablar sobre el plazo mínimo de permanencia, de esta forma no se podrá superar el plazo de permanencia de dos años. Las sociedades que ya lo habían aprobado

¹⁴ VILLACORTA HERNÁNDEZ, MIGUEL ÁNGEL (2022) “Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras” Revista práctica del derecho, N° 254, pp.53-54.

¹⁵ FERNÁNDEZ TORRES, I (2017) “Las *loyalty shares*: cortoplacismo contra activismo accionarial”, Op. cit. pp.88-92.

anteriormente en un plazo superior seguirá siendo válido, pero esto hace que haya un trato discriminatorio hacia los socios.

Con respecto a la regulación las acciones de lealtad en el derecho francés, no hay que olvidar que estas no constituyen una clase de acciones debido a que se encuentran vinculadas a la persona del socio y no al título. Por lo cual, si se transmite la acción se perderá el derecho de voto doble incorporado a la acción. Existen una serie de excepciones para que no se pierda el privilegio de voto los cuales están establecidos en el artículo L 225-124 Cco. Las excepciones más comunes y que podemos destacar son transmisión por actos de mortis causa, fusiones o escisiones de la sociedad, supuestos de donación, etc.

4.2 El voto Maggiorato o reforzado en Italia. El decreto Competitività

Para comenzar este punto vamos a hablar de Italia y de su Decreto Competitività. El Decreto Competitività¹⁶ es una ley italiana que fue aprobada en el 2014 para promover la competitividad de la economía italiana. Esta ley establece una serie de medidas para mejorar la productividad, la innovación y la competitividad de la economía italiana. Estas medidas incluyen la reducción de los impuestos a las empresas, la reducción de los costes laborales, la mejora de la infraestructura y la promoción de la inversión extranjera.

La redacción de este decreto fue realizada tras el traslado de la empresa Chrysler-Fiat a Holanda en el 2014. Este cambio de domicilio fiscal se vio motivado debido a que, en ese momento, el régimen jurídico holandés tenía más flexibilidad que el italiano. La legislación holandesa era más deseable ya que se encontraba en ausencia de base legal, además era más atractiva por su previsión legal de las loyalty shares, de este modo, las sociedades holandesas podrán emitir acciones prioritarias. Estas, tienen como principal aliciente, obtener derechos de voto múltiple o poder prohibir ciertas modificaciones estatutarias.

¹⁶ El 24 de junio del 2014, el Gobierno italiano aprobó el decreto-ley N°.91/2014, que posteriormente fue convertido en ley (con diversas modificaciones): Ley 116/2014, de 11 de agosto de 2014.

Por lo tanto, la creación de este Decreto Competitività permitirá a las sociedades no cotizadas la emisión de acciones de voto plural mayores a un voto e inferiores a tres votos, para cualquier asunto de pueda ser de competencia en la asamblea. Para poder emitir estos votos con derecho plural existe un límite y es que la emisión no podrá exceder el 50% del capital social como bien indica el artículo 2351, párrafo 2 del CCI.

Con lo que respecta al enfoque de este trabajo, ahora vamos a desarrollar las sociedades cotizadas en Italia y la implementación de las acciones de lealtad.

Como bien podemos observar en el artículo 127 sexies apartado 1 del Testo Unico della Fianza, las sociedades cotizadas italianas tienen prohibido emitir acciones de voto plural, gracias al Decreto Competitività, el cual realizó una gran cantidad de reformas ya sea en el Código Civil o en la Ley de Fianzas, la más relevante para mi estudio fue la inclusión de las acciones de lealtad. Estas acciones de lealtad solo podrán ser implementadas en las sociedades cotizadas. Esta introducción de las loyalty shares tiene como objetivo favorecer la competitividad de las empresas italianas y favorecer la participación de los accionistas en la compañía.

En enero de 2014 se emitió un informe elaborado por la CONSOB¹⁷, este informe establecía que no existía ninguna evidencia de los perjuicios que podían generar los mecanismos de desviación del principio de proporcionalidad en el valor que generan en la compañía¹⁸.

Aunque esta reforma sea relevante no podremos decir que es algo novedoso, debido a que ya existen mecanismos de desviación del principio de proporcionalidad, como pueden ser las acciones con voto limitado¹⁹ o las acciones sin voto por un importe inferior a la mitad del capital social.

Con respecto a la regulación de las acciones de lealtad en Italia, estas se regulan a través de un sistema opt-in, ya que las sociedades cotizadas pueden incluir en

¹⁷ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

¹⁸ GANDÍA PÉREZ, E. (2016) *“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 del Derecho y Comercio, N° 65. p.178.

¹⁹ FERNÁNDEZ TORRES, I. (2017) *“Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial”*, Op. cit. p.81.

sus estatutos la facultad de incluir un derecho de doble voto a los accionistas que hayan mantenido sus acciones inscritas durante un periodo mínimo de dos años, siempre que se haya aprobado previamente en Junta General. Esta aprobación en Junta General tendrá unos requisitos de mayoría cualificada, debiendo estar representado, al menos, dos tercios del capital representado tanto en primera como en segunda convocatoria, como bien hacen referencia los artículos 2368 y 2369 del CCI. No obstante, debemos indicar que el periodo de permanencia de dos años para beneficiarse del derecho de voto podrá ser superior siempre que se establezca previamente en los estatutos de la empresa, pero nunca podrá ser inferior a ese periodo de dos años dado que la ley establece ese mínimo.

Por otro lado, cabe mencionar que las acciones de lealtad en el derecho italiano, como en el caso de España, no constituyen una clase de acciones, como bien nos indica el artículo 127 quinquies, apartado 5 del Testo Unico della Finanza. El derecho de voto reforzado se encuentra ligado a la persona y no a la propia acción en si misma, de esta forma se consigue que el socio permanezca en el largo plazo dentro de la sociedad. Debemos tener en cuenta que en caso de transmisión de las acciones se perderá ese derecho de voto reforzado, bien es cierto que existen supuestos en los que no se perderá este derecho de voto, como pueden ser en una fusión o escisión del socio que es titular de las acciones, una sucesión por causa de muerte o mortis causa, esto lo podemos observar en el artículo 127 quinquies apartado 3 del Testo Unico della Finanza. Siempre y cuando la entidad emisora no haya dispuesto en sus estatutos algo distinto, de esta manera, la sociedad que resultase de la fusión dispondrá de las acciones de lealtad²⁰.

Por último, el artículo 107 del Testo Unico della Finanza recoge que en caso de que el incremento de los derechos de voto supere el límite del 30% existirá la obligación de realizar una oferta pública de adquisición. Para poder suprimir estos efectos se podrá renunciar a los votos que sean objeto de las acciones de

²⁰ GANDÍA PÉREZ, E. (2016) “*El nuevo voto privilegiado en Italia. Breve comentario al régimen jurídico de las acciones de voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto- Legge núm. 91, de 24 de junio*”, Op. cit. pp.190 y ss.

lealtad, pero una vez se renuncie esta decisión será irrevocable como bien indica el artículo 127 quinquies, apartado 1 del Testo Unico della Finanza.

Con respecto a la salida a bolsa en el caso del régimen italiano, para las sociedades que quieran salir a bolsa y quieran introducir estatutariamente las acciones de lealtad se dispone en el artículo 127 quinquies apartado 7 del Testo Unico della Finanza, la posibilidad de que exista como plazo mínimo de lealtad la titularidad de las acciones anterior a la inscripción en el registro y por consiguiente a la salida a bolsa. De esta forma los dueños de las empresas conseguirían financiación y no perderían el control de la empresa.

4.3 El dividendo mejorado

Un dividendo mejorado²¹ (también conocido como "dividendo de opción" o "dividendo flexible") es una forma de compensación para los accionistas en las que pueden optar por recibir un pago en efectivo o recibir nuevas acciones de la empresa que emitió el dividendo. Esta opción de recibir nuevas acciones hace que el dividendo sea "mejorado" porque se considera que tiene un mayor potencial de crecimiento a largo plazo que un pago en efectivo.

En Italia y Francia, el dividendo mejorado está regulado por la legislación nacional y por las normas de las bolsas de valores en las que cotizan las empresas que ofrecen este tipo de retribución a sus accionistas. En Italia, por ejemplo, la regulación del dividendo mejorado se encuentra en el artículo 127 quater del TUF y en la Circular de la Consob N.º 5101/2005, mientras que, en Francia la regulación se encuentra en el artículo L232-11 del Código de Comercio.

En España, el legislador español no ha regulado el dividendo mejorado. En cuanto a la cuestión de los dividendos mejorados, nuestras leyes permiten la inclusión de cualquier tipo de ventaja en cuanto a la distribución de ganancias, siempre y cuando se realice dentro de una clase de acciones privilegiadas. Sin

²¹ FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2018) "La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades *loyalty shares*" Revista de derecho bancario y bursátil N°152, p.20.

embargo, en el ordenamiento jurídico español se puede observar cómo está prohibido que en los estatutos se haga un pacto en el que se mejore a unos accionistas y no a todos dentro de la misma clase. En nuestro ordenamiento jurídico la inclusión de un dividendo mejorado no podrá realizarse si no se crea una nueva clase de acciones privilegiadas y será necesario establecer una regulación precisa para abordar dicho asunto.

Las empresas deben cumplir con ciertos requisitos regulatorios para ofrecer un dividendo mejorado, incluida la divulgación clara a los accionistas de los términos y plazos para recibir nuevas acciones, así como las implicaciones fiscales que esto conlleva. Como parte del dividendo mejorado, la regulación también establece restricciones sobre el número total de acciones nuevas que se pueden emitir.

Siempre que se pueda justificar la titularidad de las acciones durante un mínimo de dos años, la normativa tanto en Francia como en Italia establece una mejora máxima del 10% en los dividendos para los accionistas. En el régimen francés, para sociedades cotizadas, el número de acciones para obtener este aumento del dividendo no debe superar el 0,5% para un mismo accionista, con el objetivo de proteger al accionista minoritario y evitar que el accionista mayoritario se fortalezca excesivamente. En el régimen italiano, el período de lealtad se reduce a un año. Además, el número de acciones que cada accionista puede adquirir para el dividendo mejorado se limita al 0,5% del capital social.

En resumen, el dividendo mejorado es una forma de compensación al accionista que le brinda la opción de elegir entre recibir un pago en efectivo o recibir nuevas acciones de la compañía. Las empresas que desean ofrecer el dividendo mejorado deben cumplir con ciertos requisitos establecidos por la regulación, incluida la obligación de informar claramente a los accionistas sobre los términos, condiciones y plazos de la opción de recibir nuevas acciones.

5 EMPRESAS QUE HAN ACOGIDO LAS ACCIONES DE LEALTAD EN ESPAÑA.

En España, la introducción de las acciones dentro de las sociedades cotizadas no está teniendo especial relevancia ya que son solo tres empresas españolas las cuales han acogido las acciones de lealtad. Estas tres empresas son Audax Renovables, controlada por José Elías Navarro en un 75%; Greenergy, controlada por David Ruíz Andrés en 53%; y Artificial, controlada por Lalo Azcona y Leopoldo Sánchez ambos controlan un 45,6%²². Todas estas empresas han acordado en establecer como periodo mínimo de permanencia de las acciones en 2 años para aquellos accionistas que quieran solicitar este derecho a doble voto. Para que estas acciones de lealtad sean aprobadas en la Junta General se ha necesitado el voto favorable del 60% del capital social presente o representado en la junta cuando asistan accionistas que representen el 50% o más de los derechos de voto de la sociedad, o el 75% cuando asistan accionistas que representen el 25% o más sin alcanzar el 50%. Estas tres empresas ya han registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores este nuevo régimen de acciones.

Como podemos observar en dos de estas empresas, el accionista mayoritario tienen más del 50% de las acciones de la sociedad por lo cual la introducción de las acciones de lealtad traerá consigo un refuerzo de su poder dentro de la empresa, posicionándolo, si ya lo era antes aún más como accionistas de control de la empresa. En el caso de Artificial, controlada por Lalo Azcona y Leopoldo Sánchez, gracias a la introducción de las acciones de lealtad y el voto doble que proporcionará los más de 320 millones de títulos que registraron en ese régimen hace dos años, conseguirán Lalo Azcona y Leopoldo Sánchez superar el 50% del poder de voto en Artificial y de esta manera blindarán su poder. Por lo cual, los accionistas minoritarios no se verán favorecidos con la inclusión de las acciones de lealtad en la sociedad.

²² J LAPERTA, RUBÉN (2023) “La revolución de las acciones de lealtad llega a la bolsa con tres empresas listas” (disponible en: <https://www.lainformacion.com/mercados-y-bolsas/revolucion-acciones-lealtad-bolsa-tres-empresas-listas/2880577/>)

Las empresas Audax, Artificial y Greenergy²³ acordaron en junta de accionistas otorgar el voto doble de lealtad. Según el acta de sus juntas de accionistas, todas buscan fomentar la implicación en el largo plazo en la junta de accionistas. De esta manera se desincentivarán las inversiones en el corto plazo que influyen en la estrategia de crecimiento sostenible y la rentabilidad de estas sociedades en el largo plazo. En España apenas está teniendo éxito la inclusión de las acciones de lealtad, pero gracias a la inclusión de las acciones de lealtad en nuestro ordenamiento jurídico se reduce la ventaja competitiva de otros ordenamientos europeos y de esta forma las empresas españolas se ven motivadas a mantenerse en España y no trasladarse a otros países. La adopción de acciones de lealtad por parte de las empresas españolas no ha tenido mucha relevancia, pero se espera que su uso aumente en el futuro, ya que se trata de un instrumento que puede tener importantes ventajas para las empresas. Se usen o no es positivo para nuestro ordenamiento jurídico.

Sin embargo, su adopción ha sido limitada en España, lo que puede ser debido en parte a la falta de incentivos fiscales o beneficios financieros que se derivan de su emisión²⁴.

En conclusión, las acciones de lealtad son un instrumento importante que puede ayudar a las empresas españolas a garantizar la estabilidad a largo plazo y la continuidad de la empresa. Aunque su adopción no haya tenido mucho éxito hasta ahora, se espera que su uso aumente en el futuro y que se conviertan en una herramienta cada vez más importante en el régimen jurídico español.

²³ BAYÓN, ÁLVARO y SALCES ACEBES, LAURA (2023) “Audax y Greenergy lanzan las acciones de lealtad para blindar el poder de sus fundadores” (disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2023/01/19/mercados/1674106261_074595.html)

²⁴ GARCÍA VALDECASAS, J. Á. (2019) “Acciones de lealtad: crítica a su posible introducción en España (Se puede encontrar en: <https://www.notariosyregistradores.com/web/secciones/oficina-mercantil/estudios-o-m/acciones-de-lealtad-critica-a-su-posible-introduccion-en-espana/>)

6 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS ACCIONES DE LEALTAD EN NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO

En este apartado es donde nos preguntaremos si se ha de premiar la lealtad²⁵, viendo así, si las acciones de lealtad transmitirán más beneficios que perjuicios.

6.1 Efectos positivos de las acciones de lealtad

El principal efecto que van a tener estas acciones de lealtad es el de obtener una representación doble en el quorum en junta de accionistas y usarse para obtener mayorías necesarias para adoptar acuerdos.

Por parte del legislador español su objetivo, definido en el apartado VIII del preámbulo Ley 5/2021, será paliar los efectos negativos que transcurren en la gestión de las empresas al tener los accionistas una menor permanencia en el capital. Así, lo que se pretende es promover la estabilidad del accionariado gracias a la instauración de políticas más firmes en el largo plazo. Con todo esto, se busca incentivar a los accionistas para que conserven sus inversiones en el largo plazo y los administradores realicen una gestión de la sociedad en la que se centre en el interés social y la estabilidad de la sociedad y por último hagan uso de políticas largoplacistas.

Gracias a promover la estabilidad del accionariado, los accionistas más pasivos querrán participar en la toma de decisiones y aprobación de acuerdos sociales, por consiguiente, se incentivará su participación gracias a las acciones de lealtad. Es decir, las acciones de lealtad dan a sus titulares un mayor peso en las decisiones estratégicas de la empresa, lo que puede ser beneficioso si se trata de accionistas con una visión a largo plazo y un compromiso con la empresa.

²⁵ ARAGÓN ALONSO, I. (2020) “Loyalty shares’: ¿Se ha de premiar la lealtad?” (se puede encontrar en: https://www.lespanol.com/invertia/opinion/20200715/loyalty-shares-premiar-lealtad/505319465_12.html)

Como consecuencia de la estabilidad y permanencia del accionariado, de lo cual hemos hablado anteriormente, se podría afianzar una estabilidad económica y reducir la volatilidad del precio por acción²⁶. Al igual que se podrá reducir la posibilidad de que se produzcan cambios bruscos en la propiedad de la empresa, lo que puede afectar negativamente a la estabilidad y a la continuidad de la misma.

Otra ventaja de las acciones de lealtad enfocada en los accionistas de control es que, a estos les permite reforzar su posición sin un coste²⁷.

El mecanismo que se describe cuenta con el respaldo del Estado, ya que brinda la posibilidad de evitar la fuga de grandes grupos empresariales del país. Por otro lado, siguiendo la perspectiva de los accionistas de control, las acciones de lealtad que se mencionan incentivan la salida a bolsa de sociedades con proyecciones de crecimiento muy favorables. En consecuencia, los fundadores de dichas empresas pueden mantener su posición de poder y capacidad de toma de decisiones.

Estas acciones de lealtad incentivan la entrada de nuevos recursos financieros en el capital social, sin que los accionistas pierdan poder de control.

Para concluir, las acciones de lealtad harán al ordenamiento jurídico español mucho más atractivo y reducirá la desventaja competitiva de nuestro ordenamiento jurídico con respecto a otros ordenamientos jurídicos europeos²⁸.

²⁶ FERNÁNDEZ TORRES, I. (2017) *“Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial”*, Op. cit. p.86.

²⁷ BLANCO PÉREZ, JOSÉ LUIS (2022) *“El voto doble por lealtad para el accionista de una sociedad cotizada”*, Op.cit. p.34, VILLACORTA HERNÁNDEZ, MIGUEL ÁNGEL (2022) *“Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras”*, Op.cit. p.66.

²⁸ 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 N°300/2016, p.71.

6.2 Efectos negativos de las acciones de lealtad

Ahora vamos a exponer los efectos negativos de la introducción de las acciones de lealtad, ya que no todo son ventajas y también hay que exponer los efectos negativos para poder realizar un análisis minucioso y obtener una conclusión veraz.

Una gran proporción de la doctrina se ha situado en contra de la agregación de las acciones de lealtad en nuestra legislación, en este caso gran parte de los argumentos que se usaron para que se evitara la inclusión de las acciones de lealtad fueron desarrollados por el autor Fernández Torres²⁹.

Al principio, hemos desarrollado que una de las motivaciones principales de la introducción de las acciones de lealtad en nuestro ordenamiento jurídico venía motivada para acabar con el cortoplacismo y maximizar el valor de las sociedades cotizadas en el largo plazo. Bien es cierto, que en España el problema del cortoplacismo puede llegar a ser inexistente³⁰, autores como Aurelio Gurrea Martínez o Ignacio Fernández Larrea niegan que con la inclusión de las acciones de lealtad se erradique, si existiera, el problema del cortoplacismo. En España una mayoría de las sociedades cotizadas cuentan con el perfil de accionistas de control.

De existir cortoplacismo, se debería de aplicar otros mecanismos que serán mucho más efectivos para lidiar con ello. Como pueden ser un reparto de mayores dividendos, proporcionar incentivos fiscales para aquellos accionistas que se mantengan dentro de las sociedades en el largo plazo y así premiar esta lealtad.³¹ Es decir, estas acciones de lealtad no siempre son atractivas para los

²⁹ FERNÁNDEZ TORRES, I. (2017 y 2019) *“Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial”, “El voto adicional por lealtad: a propósito del Anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades de Capital”*

³⁰ BLANCO PÉREZ, JOSÉ LUIS (2022) *“El voto doble por lealtad para el accionista de una sociedad cotizada”*, Op. cit. pp.35-36.

³¹ GURREA MARTÍNEZ, A. (2019). *“Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas.”* En este ejemplo doctrinal se exponen numerosas medidas para acabar con el cortoplacismo.

inversores si no se acompañan de incentivos fiscales o beneficios financieros. Esto reducirá su adopción por parte de las empresas y reducirá su efectividad como herramienta para fomentar la estabilidad en el largo plazo.

Por otro lado, hemos de hablar de la obtención de poder por parte de los accionistas de control. Ya que debido a la duplicidad del voto puede desembocar en un acopio de poder por parte de estos accionistas de control, lo cual, podría llegar a secundar en la obtención de los intereses particulares por parte del accionista de control e ir a parar en una gestión abusiva³². Todo esto podría dar lugar a lo que se conoce como prácticas de tunneling. Las prácticas tunneling son las realizadas por un accionista mayoritario o de control dentro de la compañía, el cual transfiere los recursos de la empresa para su propio beneficio a través de transacciones y así consigue una ganancia personal. Los ejemplos más comunes de tunneling son la venta de activos a precios infravalorados, contratos inflados, retribución ejecutiva excesivamente onerosa, garantías de préstamos o autopréstamos.

Otra desventaja es que con las acciones de lealtad se consigue una separación entre propiedad y voto, lo cual acarreará un incremento de los costes de agencia³³ entre los accionistas de control y los accionistas externos.

Dicho esto, las acciones de lealtad pueden limitar la liquidez de las acciones de una empresa, lo que puede dificultar la venta de estas. Podrá llegar a ser un problema si los accionistas necesitan vender sus acciones para obtener liquidez o si se producen cambios en las circunstancias personales o financieras de los accionistas.

El último punto que voy a tratar sobre las desventajas de las acciones de lealtad es el relacionado con la falta de involucración por parte de los accionistas en las sociedades. Muchos accionistas no participarán en la gestión de la compañía debido a los costes de involucrarse, debido a que, para muchos accionistas estos

³² VILLACORTA HERNÁNDEZ, MIGUEL ÁNGEL (2022) *“Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras”*, Op. cit. p.68.

³³ BLANCO PÉREZ, JOSÉ LUIS (2022) *“El voto doble por lealtad para el accionista de una sociedad cotizada”*, Op. cit. p.36.

costes serán superiores a los beneficios que podrán obtener. Estos costes de involucrarse son costes en información, asesoramientos, coordinación, es decir, costes en términos de tiempo. Por lo cual, es normal que entre los accionistas minoritarios surja esa actitud pasiva dentro de la compañía. Asimismo, debemos de tener en cuenta, que las acciones de lealtad disminuyen el poder de los accionistas minoritarios y muchos de ellos verán con rechazo invertir en una sociedad cotizada española, ya que existiendo la figura del accionista de control y viéndose favorecida por las acciones de lealtad existirá una posibilidad aún mayor de que los accionistas de control actúen en su interés propio. Es decir, las acciones de lealtad pueden dificultar la entrada de nuevos inversores en la empresa, lo que puede limitar su capacidad para obtener financiación y para atraer talento y recursos.

Como conclusión, podemos observar como las acciones de lealtad no responden como un instrumento de defensa hacia los accionistas minoritarios si no que refuerzan a los accionistas de control, debido a que el voto doble favorece por igual al accionista mayoritario que al minoritario. Y gracias a lo visto en líneas anteriores, muchos accionistas minoritarios no participarán en la gestión de la compañía debido a ese desinterés consciente por su parte. Para que no tuviera lugar este desequilibrio de poder claro entre unos accionistas y otros, el legislador español debería de haber limitado el acceso a los accionistas de control al derecho de voto doble o haber limitado la emisión de votos dobles por parte de un mismo accionista.

7 CONCLUSIONES

En el transcurso de este trabajo he realizado una exposición sobre las acciones de lealtad, su regulación jurídica realizada por el legislador español a la hora de incluirlas en el derecho societario y sus objetivos principales a alcanzar. En apartados anteriores hemos podido observar las ventajas y desventajas que proporcionan las acciones de lealtad en la práctica dentro de las sociedades cotizadas. Por consiguiente, voy a enumerar a lo largo de este apartado las conclusiones que he podido obtener tras la realización de este trabajo sobre las acciones de lealtad desde una perspectiva jurídica y económica.

Las acciones de lealtad se introducen por decisión de la Junta General de accionistas de una sociedad. Muy importante, he de recalcar que las acciones de lealtad no son una clase de acciones ya que su existencia va unida al propietario como socio leal y no a la acción, por lo cual con la transmisión se pierde el privilegio. Para la incorporación de las acciones de lealtad en España se requiere de quórum y mayorías reforzadas, pero en cambio para su supresión las exigencias serán menores.

Las acciones de lealtad son incompatibles con el principio de proporcionalidad, por lo cual, estas se configurarán como una excepción a dicho principio.

Las acciones de lealtad surgen con el objetivo de terminar con la mentalidad cortoplacista de los inversores y de esta manera estimular a los inversores para que permanezcan en la sociedad. Bien es cierto, como hemos visto a lo largo del trabajo que no existe un problema claro de cortoplacismo en las sociedades anónimas y tampoco serán las acciones de lealtad las que pongan solución a este problema.

Gracias a lo expuesto en epígrafes previos, podemos observar cómo se comportaban las acciones de lealtad en otros países como fueron Italia y Francia. Pudimos observar como las acciones de lealtad en vez de proteger al accionista minoritario y favorecerle, lo que de verdad sucede con las acciones de lealtad es que intensifican la posición de control por parte de los accionistas mayoritarios. Este es un gran inconveniente ya que el sistema societario español se caracteriza por una gran concentración accionarial que, por consiguiente, lo único que se conseguiría con la implementación de las acciones de lealtad en

una sociedad anónima sería reforzar esa posición de control del accionista o accionistas mayoritarios.

Bien es cierto que, algo para lo que las acciones de lealtad son claramente necesarias y muy positivas es para la salida a bolsa y por consiguiente la obtención de financiación sin que haya una pérdida de control.

Hemos de entender que la inclusión de las acciones de lealtad, cumplan o no los objetivos que persiguen, serán positivas para el ordenamiento jurídico ya que de esta forma se reduce la ventaja competitiva por parte de otros ordenamientos europeos y por tanto favorecemos a que las sociedades cotizadas españolas se mantengan en España y no se trasladen a otros países.

Con respecto al fin que buscan las acciones de lealtad de permanencia por parte de los accionistas dentro de una sociedad, estas no aseguran una mayor participación en la sociedad por parte de los accionistas. Por tanto, si las acciones de lealtad quisieran obtener una mayor permanencia dentro de la sociedad por parte de los accionistas, dejando en un segundo plano su participación en la sociedad, sería positivo el uso del dividendo mejorado como pudimos observar en Francia e Italia. Ya que este dividendo mejorado se trata de un incentivo económico y muchos accionistas se verían más atraídos por este incentivo económico que por el voto doble. Esta alternativa me parece que podría atraer a más accionistas a permanecer dentro de la sociedad.

La implementación de un incentivo fiscal sería una opción muy atractiva, en la cual los beneficios que se puedan obtener por la venta de acciones estén sujetos a distintos tipos de gravámenes según el tiempo de permanencia que se han mantenido las acciones dentro de la sociedad anónima. De esta manera los inversores mantendrán su cartera de acciones dentro de la sociedad anónima más tiempo para beneficiarse de un tratamiento fiscal más favorable.

En mi opinión, para que los accionistas minoritarios tengan una visión positiva y de confianza de las acciones de lealtad y de esta manera se comprometiesen en el largo plazo con la sociedad, se tendría que limitar el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista.

En conclusión, las acciones de lealtad no creo que pongan fin al cortoplacismo, pero sí que pueden llegar a ser una medida positiva para la sostenibilidad de las empresas y el fomentar a los accionistas a permanecer en el largo plazo de una

sociedad siempre y cuando se refuerce al accionista minoritario y no se traduzca la incorporación de las acciones de lealtad en un desequilibrio claro entre el accionista mayoritario que refuerza su control y el minoritario que apenas tendría poder de decisión y por tanto, no se verá incentivado a participar dentro de la sociedad.

8 BIBLIOGRAFÍA

8.1 Obras doctrinales

ARROYO VENDREL, TATIANA (2022) *“Las acciones con voto adicional doble por lealtad o acciones de lealtad”* Revista Implicación a largo plazo de los accionistas en sociedades cotizadas, pp. 157-186

BLANCO PÉREZ, JOSÉ LUIS (2022) *“El voto doble por lealtad para el accionista de una sociedad cotizada”* Revista práctica de derecho, N.º 253, pp. 5-42

FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2018) *La viabilidad de las acciones de lealtad en nuestro derecho de sociedades “loyalty shares”* Revista de derecho bancario y bursátil N.º 152/2018 pp. 9-20

FERNÁNDEZ LARREA, I. (2020). *“El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las «acciones de lealtad»”* La ley mercantil N.º 75.

FERNÁNDEZ TORRES, I. (2017) *“Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial”*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid, 2017

FERNÁNDEZ TORRES, I. (2019) *“El voto adicional por lealtad: a propósito del Anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades de Capital”*, Revista de Derecho del Mercado de Valores N.º 25/2019 p. 2-10

FERNÁNDEZ TORRES, I. (2021) *“El voto adicional por lealtad, una aproximación crítica a la propuesta de reforma de la ley de sociedades de capital”*. Revista de derecho bancario y bursátil N.º 161/2021 pp. 11-54

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 N.º 300/2016 pp. 61-112

GANDÍA PÉREZ, E. (2016) *“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.º 65, 2016, pp.173- 203.

GURREA MARTÍNEZ, A. (2019). *“Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas.”* Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3400708)

VILLACORTA HERNÁNDEZ, MIGUEL ÁNGEL (2022) “Regulación de las acciones de lealtad en la Ley 5/2021. Motivaciones, ventajas, desventajas y utilidades futuras” Revista práctica del derecho, N.º 254, pp. 43-82

8.2 Recursos de Internet

ARAGÓN ALONSO, I. (2020) “Loyalty shares’: ¿Se ha de premiar la lealtad?” (se puede encontrar en:

https://www.elespanol.com/invertia/opinion/20200715/loyalty-shares-premiar-lealtad/505319465_12.html)

BAYÓN, ÁLVARO y SALCES ACEBES, LAURA (2023) “Audax y Greenergy lanzan las acciones de lealtad para blindar el poder de sus fundadores” (disponible en:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2023/01/19/mercados/1674106261_074595.html)

GARCÍA de ENTERRÍA, JAVIER (2021) “Las acciones ¿De lealtad?” (Se puede encontrar en: <https://www.economistjurist.es/premium/la-firma/las-acciones-de-lealtad/>)

GARCÍA VALDECASAS, J. Á. (2019) “Acciones de lealtad: crítica a su posible introducción en España.” (Se puede encontrar en:

<https://www.notariosyregistradores.com/web/secciones/oficina-mercantil/estudios-o-m/acciones-de-lealtad-critica-a-su-posible-introduccion-en-espana/>)

GURREA MARTÍNEZ, A. (2018) “El uso de acciones con voto múltiple como estrategia regulatoria para la atracción de salidas de bolsa”, Blog Centro de Estudios Garrigues, 2018 (disponible en:

<https://blog.centrogarrigues.com/banca-y-finanzas/uso-acciones-voto-multiple/>)

HONTORIA, P. (2020) “Acciones de lealtad: virtudes, defectos e incógnitas” (Disponible en:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/10/08/legal/1602166639_097414.html)

J LAPERTA, RUBÉN (2023) “La revolución de las acciones de lealtad llega a la bolsa con tres empresas listas” (disponible en:

<https://www.lainformacion.com/mercados-y-bolsas/revolucion-acciones-lealtad-bolsa-tres-empresas-listas/2880577/>)